



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Kasten

VON EXPERTEN DER EZB ERSTELLTE GESAMTWIRTSCHAFTLICHE PROJEKTIONEN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Auf der Grundlage der bis zum 23. Februar 2007 verfügbaren Daten haben Experten der EZB Projektionen zu den makroökonomischen Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet ausgearbeitet.¹ Das durchschnittliche Jahreswachstum des realen BIP wird den Projektionen zufolge im Jahr 2007 zwischen 2,1 % und 2,9 % und 2008 zwischen 1,9 % und 2,9 % liegen. Die durchschnittliche Zuwachsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) insgesamt wird für 2007 auf 1,5 % bis 2,1 % und für 2008 auf 1,4 % bis 2,6 % geschätzt.

Technische Annahmen im Hinblick auf Zinssätze, Wechselkurse, Ölpreise und die Finanzpolitik

Die technischen Annahmen bezüglich der Zinssätze sowie der Öl- und Rohstoffpreise (ohne Energie) beruhen auf den Markterwartungen; Redaktionsschluss hierbei war der 13. Februar 2007. Die Erwartungen der Marktteilnehmer im Hinblick auf die kurzfristigen Zinssätze, gemessen am Dreimonats-EURIBOR, basieren auf den Terminzinssätzen, die eine Momentaufnahme der Zinsstrukturkurve zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses bieten.² Dies lässt auf einen Anstieg von 3,8 % Mitte Februar auf durchschnittlich 4,2 % im Jahr 2007 und auf 4,3 % im Jahr 2008 schließen. Die Markterwartungen hinsichtlich der nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum deuten auf ein flaches Profil um das Mitte Februar verzeichnete Niveau von 4,1 % und durchschnittlich 4,2 % in den Jahren 2007 und 2008 hin. Auf der Grundlage der von den Terminmärkten abgeleiteten Entwicklung in den zwei Wochen bis zum Redaktionsschluss wird angenommen, dass sich die jahresdurchschnittlichen Ölpreise im Jahr 2007 auf 59,9 USD je Barrel und 2008 auf 63,4 USD je Barrel belaufen. Im Jahresdurchschnitt werden sich die Rohstoffpreise (ohne Energie) den Annahmen zufolge in US-Dollar gerechnet um 14,5 % im Jahr 2007 und um 5,0 % im Jahr 2008 erhöhen.

Einer technischen Annahme zufolge bleiben die bilateralen Wechselkurse über den Projektionszeitraum hinweg unverändert auf dem durchschnittlichen Niveau, das im Zweiwochenzeitraum bis zum Redaktionsschluss vorherrschte. Dies lässt auf einen EUR/USD-Wechselkurs von 1,30 und einen um 1,7 % über dem durchschnittlichen Kurs im Jahr 2006 liegenden effektiven Euro-Wechselkurs schließen.

Die finanzpolitischen Annahmen beruhen auf den nationalen Haushaltsplänen der einzelnen Länder des Euro-Währungsgebiets. Sie umfassen alle politischen Maßnahmen, die bereits vom Parlament gebilligt oder detailliert ausformuliert wurden und den Gesetzgebungsprozess aller Wahrscheinlichkeit nach erfolgreich durchlaufen werden.

Annahmen hinsichtlich des außenwirtschaftlichen Umfelds

Es wird erwartet, dass das außenwirtschaftliche Umfeld des Euroraums im Projektionszeitraum günstig bleibt. Das Wachstum des realen BIP dürfte den Projektionen zufolge in den Vereinigten Staaten im Vergleich zu den letzten Jahren etwas geringer ausfallen, während es in den asiatischen Schwellenländern weiterhin deutlich über dem

¹ Die von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen ergänzen die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen, die halbjährlich von Experten der EZB und der nationalen Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets gemeinsam erarbeitet werden. Die dabei angewandten Techniken entsprechen denen, die bei den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen verwendet werden, so wie sie in der EZB-Publikation „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises“ vom Juni 2001 beschrieben sind. Um die Unsicherheit der Projektionen widerzuspiegeln, werden bei der Darstellung der Ergebnisse der jeweiligen Variablen Bandbreiten verwendet. Diese 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.

² Dieser Kasten enthält eine methodische Erläuterung zu den möglichen Differenzen zwischen den Annahmen bezüglich der marktbasieren kurzfristigen Zinssätze, die in den Projektionen Anwendung finden, und den EURIBOR-Terminzinssätzen.

weltweiten Durchschnitt liegen dürfte. Für die meisten anderen großen Volkswirtschaften wird ebenfalls ein ungebrochen dynamisches Wachstum projiziert.

Insgesamt wird ein durchschnittliches jährliches Wachstum des weltweiten realen BIP außerhalb des Euro-Währungsgebiets von rund 5,1 % für 2007 und von 5,0 % für 2008 projiziert. Die externen Exportmärkte des Eurogebiets werden den Projektionen zufolge um rund 5,5 % im Jahr 2007 und 6,9 % im Jahr 2008 wachsen.

Projektionen zum Wachstum des realen BIP

Nach dem außergewöhnlich kräftigen Wachstum des realen BIP im Euroraum im vergangenen Jahr – die erste Schätzung von Eurostat weist für das Schlussquartal 2006 auf eine Wachstumsrate von 0,9 % gegenüber dem Vorquartal hin – wird projiziert, dass das BIP im Projektionszeitraum mit vierteljährlichen Wachstumsraten von rund 0,6 % ansteigt. Vor diesem Hintergrund wird von einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum des realen BIP zwischen 2,1 % und 2,9 % im Jahr 2007 und zwischen 1,9 % und 2,9 % im Jahr 2008 ausgegangen. Als einer der maßgeblichen Faktoren dürfte das Exportwachstum angesichts einer den Annahmen zufolge weiterhin kräftig zunehmenden Auslandsnachfrage die Konjunktur trotz einiger Verluste an Wettbewerbsfähigkeit nach wie vor stützen. Den Projektionen zufolge werden sich die privaten Konsumausgaben weitgehend im Einklang mit dem real verfügbaren Einkommen, das insbesondere von der besseren Arbeitsmarktlage profitieren dürfte, erhöhen. Das Wachstum der Anlageinvestitionen insgesamt dürfte sich angesichts weiterhin günstiger Finanzierungsbedingungen, hoher Gewinne und positiver Nachfrageaussichten in raschem Tempo fortsetzen.

Tabelle A Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)^{1), 2)}

	2006	2007	2008
HVPI	2,2	1,5-2,1	1,4-2,6
Reales BIP	2,8	2,1-2,9	1,9-2,9
Private Konsumausgaben	2,0	1,8-2,4	1,6-3,0
Konsumausgaben des Staats	2,3	0,8-1,8	1,0-2,0
Bruttoanlageinvestitionen	4,9	2,4-5,0	1,9-5,1
Exporte (Waren und Dienstleistungen)	8,3	4,7-7,7	4,1-7,3
Importe (Waren und Dienstleistungen)	7,9	3,7-7,1	4,2-7,6

1) Bei allen Variablen und Zeithorizonten basieren die Bandbreiten auf dem Durchschnitt der absoluten Differenzen zwischen den tatsächlichen Ergebnissen und früheren Projektionen der Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets. Die Projektionen für das reale BIP und seine Komponenten beziehen sich auf arbeitstäglich bereinigte Daten. Die Projektionen für Exporte und Importe schließen den Handel innerhalb des Euroraums mit ein.

2) Slowenien wird seit 2007 in den Projektionen für das Euro-Währungsgebiet berücksichtigt. Die auf 2007 bezogenen prozentualen Veränderungen gegenüber dem Vorjahr beruhen auf einer Zusammensetzung des Euro-Währungsgebiets, die Slowenien bereits im Jahr 2006 beinhaltet. Der Anteil Sloweniens am BIP des Euroraums beträgt etwa 0,3 %.

Aussichten für Preise und Kosten

Der durchschnittliche Anstieg des HVPI insgesamt wird den Projektionen zufolge 2007 zwischen 1,5 % und 2,1 % und 2008 zwischen 1,4 % und 2,6 % liegen. Im Einklang mit den Annahmen bezüglich des Erdölpreises, die sich aus den derzeitigen Ölterminpreisen ableiten, dürfte der Beitrag der steigenden Energie- und Rohstoffpreise (ohne Öl) zur Entwicklung der Verbraucherpreise relativ gering sein. Gleichzeitig gehen die Projektionen davon aus, dass sich das Lohnwachstum innerhalb des Projektionszeitraums leicht erhöhen wird. Da projiziert wird, dass die Zunahme der Arbeitsproduktivität mehr oder weniger stabil bleibt, impliziert dies ein steigendes Wachstum der Lohnstückkosten über den Projektionszeitraum. Höhere indirekte Steuern (mit einem aggregierten Beitrag zur HVPI-Inflation im Eurogebiet von 0,5 Prozentpunkten) stellen einen wesentlichen Faktor für die HVPI-Teuerung im Jahr 2007 dar. Für

2008 hingegen werden gegenwärtig keine Auswirkungen indirekter Steuern projiziert. Schließlich beruhen die Projektionen bezüglich des HVPI auf der Erwartung eines fortlaufenden, wenn auch leicht nachlassenden Wachstums der Gewinnmargen.

Vergleich mit den Projektionen vom Dezember 2006

Gegenüber den im Monatsbericht vom Dezember 2006 veröffentlichten von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen wurden die für das Wachstum des realen BIP in den Jahren 2007 und 2008 projizierten Bandbreiten geringfügig nach oben korrigiert. Dies spiegelt vor allem das positive Ergebnis des BIP in der zweiten Jahreshälfte 2006 und Energiepreise wider, die geringer sind als zuvor angenommen.

Die neue Bandbreite für die jährliche Steigerungsrate des HVPI insgesamt im Jahr 2007 befindet sich im unteren Teil der Bandbreite der Projektionen vom Dezember 2006. Hierin kommt in erster Linie die Annahme niedrigerer Energiepreise zum Ausdruck. Die Bandbreite für 2008 wurde nach oben verschoben, worin sich die Annahme eines etwas stärkeren Lohndrucks als in den Projektionen vom Dezember 2006 erwartet widerspiegelt.

Tabelle B Vergleich mit den Projektionen vom Dezember 2006

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)

	2006	2007	2008
Reales BIP – Dezember 2006	2,5-2,9	1,7-2,7	1,8-2,8
Reales BIP – März 2007	2,8	2,1-2,9	1,9-2,9
HVPI – Dezember 2006	2,1-2,3	1,5-2,5	1,3-2,5
HVPI – März 2007	2,2	1,5-2,1	1,4-2,6

Methodische Erläuterungen zu den in den Projektionen herangezogenen Annahmen bezüglich der Kurzfristzinsen

Bei den in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten des Eurosystems/der EZB herangezogenen Annahmen hinsichtlich der marktbasieren Kurzfristzinsen handelt es sich um Dreimonats-Terminzinssätze, die aus einer Nullkupon-Renditekurve berechnet werden, die unter Verwendung der Nelson-Siegel-Svensson-Methode geschätzt wird. Zentralbanken setzen diese Methode häufig zur Schätzung von Renditekurven ein.³

Daher können diese Zinssatz-Annahmen geringfügig von den Zinssätzen von EURIBOR-Terminkontrakten abweichen, die von Marktteilnehmern häufig als Indikatoren für künftige kurzfristige Zinssätze herangezogen werden. Die EZB hat sich für die Verwendung von Terminzinssätzen entschieden, da EURIBOR-Terminkontrakte nur bis zum Dreijahreshorizont liquide sind und bei einigen Modellsimulationen der vollständige Entwicklungsverlauf der Kurzfristzinsen bis zum Zehnjahreshorizont erforderlich ist. Darüber hinaus setzt eine einheitliche Berechnung der Annahmen hinsichtlich der kurzfristigen und langfristigen Zinssätze in den Projektionen die gesamte Renditekurve bis zu einer Laufzeit von zehn Jahren voraus.

Differenzen zwischen Terminzinssätzen und den Zinssätzen für Terminkontrakte sind vor allem auf unterschiedliche Konventionen für die Angabe der Zinsen von EURIBOR-Terminkontrakten und den von Reuters veröffentlichten aus Swaps ermittelten Nullkuponssätzen zurückzuführen, die als Input zur Erstellung einer Swapkurve für das Eurogebiet unter Verwendung der Nelson-Siegel-Svensson-Methode genutzt werden. Abweichungen ergeben sich hauptsächlich durch unterschiedliche Konventionen bei der Aufzinsung und der Berücksichtigung von Zinstagen.

Was die Aufzinsung betrifft, so werden die Zinsen für einen Zeitraum, der kürzer ist als ein Jahr – beispielsweise Dreimonats-Terminzinssätze –, gewöhnlich auf Jahresbasis angegeben und müssen daher auf die Jahresrate

³ Siehe Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Zero-coupon yield curves: technical documentation, BIS Papers Nr. 25, 2005.

hochgerechnet werden. Die von den Experten der EZB verwendeten Terminzinssätze werden als Gesamtrendite berechnet, d. h. sie berücksichtigen die Zinseszinsen. Die EURIBOR-Zinssätze hingegen werden als einfacher Zins angegeben. Einfache Zinsen sind niedriger (sie liegen etwa 5 Basispunkte unter dem derzeitigen Zinsniveau) als vergleichbare Zinseszinsen.

Eine weitere Konvention hinsichtlich der Angabe von Zinssätzen steht im Zusammenhang mit der angenommenen Dauer eines Jahres. Die von Reuters bereitgestellten aus Swaps ermittelten Nullkuponsätze werden als „actual/actual“ angegeben. Das bedeutet, dass ein bestimmter Zeitraum auf das Jahr hochgerechnet wird, wobei angenommen wird, das Jahr habe 365 Tage (bzw. 366 Tage bei Schaltjahren). Die EURIBOR-Zinssätze hingegen werden als „actual/360“ angegeben, weshalb sie etwas niedriger (derzeit rund 6 Basispunkte) sind als vergleichbare Nullkuponzinsen.

Insgesamt führen die unterschiedlichen Angabekonventionen dazu, dass die in den Projektionen zugrunde gelegten Zinssatz-Annahmen etwa 10 Basispunkte über den derzeitigen EURIBOR-Terminzinssätzen liegen. In diesem Zusammenhang ist nochmals zu betonen, dass diese Annahmen bezüglich der Zinssätze mechanisch anhand der Renditekurve erstellt werden und keine wertenden Faktoren beinhalten.

© Europäische Zentralbank, 2007
Anschrift: Kaiserstraße 29, D-60311 Frankfurt am Main
Postanschrift: Postfach 16 03 19, D-60066 Frankfurt am Main
Telefon: +49 69 1344 0
Fax: +49 69 1344 6000
Internet: www.ecb.int

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