



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

## VON EXPERTEN DER EZB ERSTELLTE GESAMTWIRTSCHAFTLICHE PROJEKTIONEN FÜR DAS EURO- WÄHRUNGSGEBIET VOM SEPTEMBER 2014<sup>1</sup>

*Angesichts einer verhaltenen Entwicklung im Handel, geopolitischer Spannungen und Unsicherheit über den Fortgang des Reformprozesses in einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets sind aus den aktuellen Indikatoren auf kurze Sicht ungünstigere Aussichten abzulesen. Dennoch sind in der Basisprojektion die grundlegenden Bedingungen für eine weitere Erholung nach wie vor gegeben. Die Binnennachfrage wird ebenso von günstigeren Kreditangebotsbedingungen profitieren wie vom akkommodierenden geldpolitischen Kurs, der von den im Juni 2014 ergriffenen konventionellen geldpolitischen Maßnahmen und Sondermaßnahmen noch gestärkt wird. Für die Haushaltspolitik gehen die Basisprojektionen nach Jahren einer beträchtlichen Straffung von einem weitgehend neutralen Kurs aus. Zusätzlich dürften niedrige Rohstoffpreise und steigende Einkommen infolge der allmählichen Erholung am Arbeitsmarkt den privaten Konsum stärken. Die Investitionstätigkeit wird aufgrund der verminderten Notwendigkeit von Bilanzsanierungen voraussichtlich wieder anziehen. Hier sollten nach Jahren geringer Investitionen auch Nachholeffekte zum Tragen kommen, wenngleich umfangreiche Reservekapazitäten hier eine Zunahme zunächst noch bremsen dürften. Die Ausfuhren dürften von der allmählichen globalen Erholung und den Effekten des schwächeren effektiven Euro-Wechselkurses profitieren. Das reale BIP wird den Projektionen zufolge 2014 um 0,9 %, 2015 um 1,6 % und 2016 um 1,9 % steigen. Diese Zuwachsraten liegen über dem geschätzten Potenzialwachstum und tragen somit zu einer schrittweisen Verringerung der Produktionslücke bei.*

*Die am HVPI gemessene Teuerungsrate des Euroraums sollte auf kurze Sicht gering bleiben und dürfte im Jahr 2014 durchschnittlich 0,6 % betragen. Danach wird mit einem langsamen Anstieg auf 1,1 % im Jahr 2015 und 1,4 % im Jahr 2016 gerechnet. Der projizierte Anstieg der Teuerung nach dem HVPI insgesamt spiegelt die erwartete konjunkturelle Belebung wider, die mit einem stärkeren Lohn- und Gewinnwachstum einhergeht. Darüber hinaus impliziert auch die Annahme steigender Preise für Rohstoffe ohne Energie und allgemein für importierte Waren und Dienstleistungen im Euroraum, nicht zuletzt bedingt durch den schwächeren Wechselkurs des Euro, einen zusätzlichen Aufwärtsdruck auf die Preise. Gleichzeitig wirken jedoch die nach wie vor bestehende Unterauslastung der Wirtschaft und der unterstellte Rückgang der Ölpreise, der in den fallenden Preisen für Ölerminkontrakte zum Ausdruck kommt, dämpfend auf die Inflationsaussichten.*

*Gegenüber den im Monatsbericht vom Juni 2014 veröffentlichten gesamtwirtschaftlichen Projektionen wurde das Wachstum des realen BIP für 2014 um 0,2 Prozentpunkte nach unten korrigiert, was das schwächer als erwartet ausgefallene Ergebnis für das zweite Quartal und die geringeren Ausfuhren in der zweiten Jahreshälfte widerspiegelt. Auch die Projektionen für 2015 wurden nach unten revidiert, in erster Linie aufgrund eines weniger günstigen statistischen Überhangs. Die Projektionen für 2016 wurden hingegen vor allem vor dem Hintergrund günstigerer Finanzierungsbedingungen für private Investitionen um 0,1 Prozentpunkte nach oben korrigiert. Die am HVPI gemessene Teuerungsrate für das laufende Jahr wurde um 0,2 Prozentpunkte nach unten korrigiert, worin die niedriger als erwartet ausgefallene HVPI-Inflation der letzten Monate zum Ausdruck kommt. Für 2015 und 2016 bleiben die Projektionen unverändert. Die gegenüber den zuletzt erstellten Projektionen etwas schwächere Grunddynamik der HVPI-Inflation ohne Energie dürfte durch den etwas stärkeren Energiepreisauftrieb im HVPI, der sich aus der Annahme höherer Ölpreise und niedrigerer Wechselkurse ergibt, weitgehend ausgeglichen werden.*

---

<sup>1</sup> Die von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen fließen in die Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung und der Risiken für die Preisstabilität durch den EZB-Rat ein. Informationen zu den verwendeten Verfahren und Techniken finden sich in der EZB-Publikation „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises“ vom Juni 2001, die auf der Website der EZB abrufbar ist. Redaktionsschluss für die in den vorliegenden Projektionen enthaltenen jüngsten Daten war der 21. August 2014.

*Die jüngsten geldpolitischen Maßnahmen der EZB sind nur über ihren Einfluss auf die finanztechnischen Annahmen (Marktzinssätze und Aktienkurse, einschließlich des Wechselkurses) im Basisszenario berücksichtigt. Es ist deshalb davon auszugehen, dass die Projektionen die Auswirkungen des Maßnahmenpakets unzureichend abbilden, da weitere Übertragungskanäle nicht einbezogen werden (siehe Kasten 2).*

*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> was bei der Interpretation zu beachten ist.*

*Die Projektionen für den Euroraum schließen erstmals auch Litauen ein.*

## **DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD**

Das Wachstum des weltweiten realen BIP (ohne Euroraum) dürfte sich über den Projektionszeitraum hinweg erhöhen, und zwar von 3,7 % im Jahr 2014 auf 4,2 % im Jahr 2015 und 4,3 % im Jahr 2016. Lässt man die kurzfristige Volatilität außer Acht, so stabilisiert sich die Wachstumsdynamik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften außerhalb des Euroraums. Auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften hat sich die Konjunktur im Zuge der kräftigen Wachstumsbeschleunigung in China erholt. Die globalen Indikatoren bestätigen, dass sich das Wachstum auf kurze Sicht festigt. Danach dürfte die Konjunktur weltweit anziehen. Die sehr akkommodierende Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften beflügelt weiterhin die Finanzmärkte und stützt die globale Erholung. Dabei sollten diese Länder zunehmend auch vom sich abschwächenden konjunkturellen Gegenwind profitieren, d. h. vom langsameren Abbau der Verschuldung im privaten Sektor, vom nachlassenden Konsolidierungsdruck bei den öffentlichen Haushalten und von einer Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt. In einigen aufstrebenden Volkswirtschaften hingegen dürften Infrastruktur- und Kapazitätsengpässe sowie gesamtwirtschaftliche Ungleichgewichte das Wachstumspotenzial einschränken; in anderen wiederum kommt es zu Anpassungsprozessen an restriktivere Finanzierungsbedingungen und die voraussichtliche Normalisierung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten.

Der internationale Handel hat seit Ende des letzten Jahres an Dynamik eingebüßt. Mittelfristig ist davon auszugehen, dass steigende Investitionen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften außerhalb des Euroraums zu einer allmählichen Erholung des Welthandels führen werden. Allerdings dürften auch strukturelle Faktoren eine Rolle spielen, etwa das nachlassende Tempo der Integration durch globale Lieferketten. Entsprechend wird – wie in den vorangegangenen Prognosen – in der Projektion davon ausgegangen, dass die Konjunkturalastizität des internationalen Handels geringer ist als vor der globalen Finanzkrise. Der Welthandel (ohne den Euroraum) wird den Projektionen zufolge 2014 um 3,9 %, 2015 um 5,5 % und 2016 um 5,9 % zunehmen. Angesichts der Tatsache, dass die Importnachfrage der wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets voraussichtlich langsamer steigt als jene der übrigen Welt, dürfte das Wachstum der Auslandsnachfrage des Euroraums im Vergleich zur Ausweitung des globalen Handels etwas geringer ausfallen (siehe Tabelle 1).

---

2 Siehe EZB, Von Experten des Eurogebiets erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet – eine Bewertung, Monatsbericht Mai 2013.

**Tabelle 1 Das außenwirtschaftliche Umfeld**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

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

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 Juni 2014 veröffentlichten gesamtwirtschaftlichen Projektionen wurden die globalen Wachstumsaussichten für 2014 um 0,1 Prozentpunkte und für 2015 und 2016 jeweils um 0,2 Prozentpunkte nach oben revidiert. Diese Korrekturen sind allerdings technischer Natur und spiegeln in vollem Umfang eine Anpassung der BIP-Gewichte auf Grundlage der Kaufkraftparität wider, die zur Berechnung der globalen Konjunkturaggregate herangezogen werden. Diese messen den schneller wachsenden aufstrebenden Volkswirtschaften nun mehr Bedeutung bei. Eine veränderte Einschätzung auf Länderebene lässt sich aus den Korrekturen jedoch nicht ablesen.<sup>3</sup> Lässt man die Effekte der veränderten Gewichtung außer Acht, bleibt das Weltwirtschaftswachstum im Wesentlichen unverändert. Die Aussichten für die Auslandsnachfrage des Euroraums wurden für 2014 und 2015 um 0,3 Prozentpunkte und für 2016 um 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Gründe dafür sind die Einschätzung, dass das Handelswachstum weltweit schwächer ausfallen wird als zuvor erwartet, sowie die pessimistischeren Aussichten für den Handel mit Russland und der Ukraine (siehe Kasten 4).

#### 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. August 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 2015 sowie von 0,3 % für 2016. Die Markterwartungen bezüglich der nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet implizieren ein durchschnittliches Niveau von 2,3 % im laufenden, 2,2 % im kommenden und 2,5 % im übernächsten Jahr.<sup>1</sup> Aufgrund der Entwicklung der Terminzinsen und des allmählichen Durchwirkens von Marktziinsänderungen auf die Kreditzinsen wird erwartet, dass die zusammengefassten Bankzinsen für Kredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor im Euroraum 2014 und 2015 weitgehend stabil bleiben und im Laufe des Jahres 2016 wieder leicht ansteigen.

Was die Rohstoffpreise betrifft, so wird aufgrund der von den Terminmärkten in den zwei Wochen bis Redaktionsschluss abgeleiteten Entwicklung damit gerechnet, dass die Preise für Rohöl der Sorte Brent pro Barrel von 109,8 USD im zweiten Quartal des Jahres 2014 auf 102,7 USD im Jahr 2016 sinken werden. Den Annahmen zufolge werden die in US-Dollar gerechneten Preise für Rohstoffe ohne Energie 2014 deutlich zurückgehen, 2015 langsam wieder anziehen und 2016 dann etwas schneller steigen.<sup>2</sup>

3 Nach der Veröffentlichung der Erhebung des International Comparison Program zur Ermittlung neuer Referenzgrößen für die Kaufkraftparität aus dem Jahr 2011 hat der IWF die BIP-Schätzungen (in Kaufkraftparitäten gerechnet) in seinem World Economic Outlook angepasst (siehe Kasten im WEO des IWF, Aktualisierung vom Juli 2014).

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. August 2014 vorherrschte. Dies impliziert einen USD/EUR-Wechselkurs von 1,36 im Jahr 2014 und 1,34 in den Jahren 2015 und 2016.

#### Technische Annahmen

	September 2014				Juni 2014			Korrekturen seit Juni 2014 <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Dreimonats-EURIBOR (in % p. a.)	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,2
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (in % p. a.)	2,9	2,3	2,2	2,5	2,4	2,6	3,0	-0,1	-0,4	-0,5
Ölpreise (in USD/Barrel)	108,8	107,4	105,3	102,7	107,2	102,2	98,2	0,2	3,0	4,5
Preise für Rohstoffe ohne Energie (in USD) (Veränderung gegen Vorjahr in %)	-5,0	-4,8	0,1	4,4	0,3	1,7	4,6	-5,1	-1,6	-0,2
USD/EUR-Wechselkurs	1,33	1,36	1,34	1,34	1,38	1,38	1,38	-1,8	-3,3	-3,3
Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro (EWK-20) (Veränderung gegen Vorjahr in %)	3,8	1,4	-0,8	0,0	2,6	0,1	0,0	-1,2	-0,9	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 den verabschiedeten nationalen Haushaltsgesetzen und Nachtragshaushalten der einzelnen Länder des Eurogebiets, ihren mittelfristigen Haushaltsplänen und konkreten, aus den aktualisierten Stabilitätsprogrammen abgeleiteten Maßnahmen (Stand: 21. August 2014). 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 lassen diese Annahmen auf Grundlage der Haushaltspläne für 2014 und nur begrenzt verfügbarer Informationen für 2015 und 2016 durchschnittlich auf eine nur geringe Haushaltskonsolidierung im Projektionszeitraum schließen. Die Annahmen für die Haushaltskonsolidierung im Projektionszeitraum liegen deutlich unter der in den vergangenen Jahren beobachteten Entwicklung.

Gegenüber dem Monatsbericht vom Juni 2014 gehören niedrigere Lang- und Kurzfristzinsen im Eurogebiet sowie ein schwächerer effektiver Wechselkurs des Euro zu den wichtigsten Änderungen in Bezug auf die technischen Annahmen. Die in US-Dollar gerechneten Ölpreise liegen etwas über den Projektionen vom Juni, die Preise für Rohstoffe ohne Energie darunter.

- 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 dritten Quartal 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 konjunkturelle Erholung im Euro-Währungsgebiet ist nach vier Quartalen mäßigen Wachstums im zweiten Vierteljahr 2014 ins Stocken geraten, was zum Teil auf den ungünstigen Einfluss mehrerer

Einmalfaktoren zurückzuführen ist. Erstens war das Wachstum im ersten Quartal einem ungewöhnlichen Aufwärtseffekt ausgesetzt. Grund hierfür war zum einen die geringe Anzahl an Feiertagen (die gesamten Osterferien fielen ins zweite Quartal) und zum anderen der milde Winter, durch den die Bautätigkeit Auftrieb erhielt. Keiner dieser Aufwärtseffekte im ersten Jahresviertel wurde durch die Saison- und Kalenderbereinigung hinreichend berücksichtigt. Als die Effekte im zweiten Quartal nachließen, schwächte sich das Wachstum ab. Zweitens haben negative Kalendereffekte, bedingt durch die ungewöhnlich hohe Anzahl an „Brückentagen“ in vielen Ländern des Euroraums, möglicherweise die Zahl der effektiven Arbeitstage im Mai reduziert, was durch die Kalenderbereinigung ebenfalls nicht erfasst wurde.

Mit Blick auf die zweite Jahreshälfte 2014 ist auf kurze Sicht eine vergleichsweise moderate Wirtschaftstätigkeit zu erwarten; dies geht aus den Vertrauensindikatoren hervor, die zwar noch nahezu auf ihrem langfristigen Durchschnittsniveau liegen, zuletzt aber gesunken sind. Ursächlich für die schwächeren Umfragedaten ist die erneute Verschärfung der geopolitischen Spannungen in jüngster Zeit (siehe Kasten 4) bei gleichzeitiger Unsicherheit über den Fortgang der Wirtschaftsreformen in einigen Ländern des Euroraums. Insgesamt gehen die Projektionen davon aus, dass die Konjunkturerholung in der zweiten Jahreshälfte 2014 lediglich moderat und damit geringer als zunächst erwartet ausfällt.

Mittelfristig dürfte das reale BIP über den Projektionszeitraum hinweg allmählich wieder stärker wachsen, vorausgesetzt, dass die geopolitischen Spannungen nicht weiter zunehmen. Für 2015 und 2016 wird erwartet, dass das Wachstum des realen BIP zulegt und gleichzeitig die Wachstumsunterschiede zwischen den einzelnen Ländern schwinden, weil die Fragmentierung der Finanzmärkte abnimmt, die Unterschiede in der Ausrichtung der Finanzpolitik geringer werden und die angestoßenen Strukturreformen in mehreren Ländern zu greifen beginnen. Die projizierte Konjunkturbelebung dürfte vor allem durch eine kräftigere Binnennachfrage gestützt werden, die von dem akkommodierenden geldpolitischen Kurs profitiert, der durch die jüngsten konventionellen Maßnahmen und Sondermaßnahmen noch verstärkt wird. Hinzu kommt ein weitgehend neutraler haushaltspolitischer Kurs nach Jahren einer beträchtlichen Straffung der Finanzpolitik. Auch die Rückkehr zu neutralen Kreditangebotsbedingungen dürfte wachstumsfördernd wirken. Darüber hinaus sollte das real verfügbare Einkommen, das infolge der geringen Preissteigerungen bei den Rohstoffen und aufgrund des stärkeren Lohnwachstums zunimmt, dem privaten Konsum zugutekommen. Die privaten Wohnungsbauinvestitionen und die Investitionen ohne Wohnungsbau dürften ebenfalls zulegen, weil die negativen Auswirkungen der Notwendigkeit von Bilanzsanierungen nachlassen und nach Jahren verhaltener Investitionen Nachholeffekte zum Tragen kommen. Außerdem dürfte die Konjunktur zunehmend durch die allmählich anziehende Auslandsnachfrage gestützt werden, wozu auch der jüngste Rückgang des effektiven Wechselkurses des Euro und die in der Vergangenheit erzielten Verbesserungen der Wettbewerbsfähigkeit beitragen sollten. Nichtsdestotrotz gibt es eine Reihe von Faktoren, die Fortschritte auf dem Weg zu einem schnelleren Wachstum behindern: Die hohen Arbeitslosenquoten in einigen Ländern dürften ihre dämpfende Wirkung auf die Aussichten für die privaten Konsumausgaben über den Projektionszeitraum nur langsam verlieren. Gleichzeitig ist damit zu rechnen, dass umfangreiche Kapazitätsreserven in einigen Ländern und mögliche Engpässe beim Arbeitskräfteangebot in anderen die Investitionsausgaben weiterhin bremsen. Außerdem trüben die anhaltenden geopolitischen Spannungen die kurzfristigen Investitions- und Exportaussichten. Im Jahresdurchschnitt betrachtet wird erwartet, dass das reale BIP 2014 um 0,9 %, 2015 um 1,6 % und 2016 um 1,9 % steigt. In diesem Wachstumsverlauf schlägt sich ein stetig steigender Beitrag der Binnennachfrage in Kombination mit einem geringen geringeren Außenbeitrag nieder.

Was die Nachfragekomponenten im Einzelnen betrifft, so werden die Ausfuhren in Länder außerhalb des Eurogebiets den Projektionen zufolge gegen Ende des Jahres 2014 und im Laufe des Jahres 2015 an Schwung gewinnen, worin die allmähliche Zunahme der Auslandsnachfrage des Euroraums und der günstige Einfluss der jüngsten Abwertung des Euro zum Ausdruck kommen. Die jüngsten Spannungen zwischen der EU und Russland haben insgesamt nur begrenzte Auswirkungen auf die Auslandsnachfrage und die Ausfuhren des Eurogebiets; einige Länder mit relativ engen Handelsbeziehungen zu Russland könnten jedoch in stärkerem Maße davon betroffen sein. Die Exportmarktanteile des Eurogebiets dürften über den Projektionszeitraum hinweg geringfügig abnehmen. Für die einzelnen Euro-Länder wird jedoch eine recht heterogene Entwicklung erwartet, in der sich eine uneinheitliche Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit und unterschiedliche Handelsstrukturen widerspiegeln. Die Ausfuhren in Länder

innerhalb des Euroraums werden vor dem Hintergrund der noch relativ schwachen Binnennachfrage im Euro-Währungsgebiet vermutlich etwas langsamer zulegen als die Exporte in Drittländer.

Den Projektionen zufolge ziehen die Unternehmensinvestitionen über den Projektionszeitraum hinweg allmählich an, wozu die durch den aufgelaufenen Bedarf an Ersatzinvestitionen kräftigere Binnen- und Auslandsnachfrage, das ausgesprochen niedrige Zinsniveau und die erwartete bessere Weitergabe an die Kreditzinsen in einigen Ländern, Gewinnsteigerungen sowie etwas günstigere Kreditangebotsbedingungen beitragen. Gleichwohl wird davon ausgegangen, dass die nachteiligen Auswirkungen des langsameren Trendwachstums und weiterer Umstrukturierungen von Unternehmensbilanzen in einigen Ländern des Euroraums einer rascheren Erholung der Investitionstätigkeit der Unternehmen entgegenstehen. Somit dürften die Unternehmensinvestitionen zum Ende des Projektionszeitraums noch 6 % unter ihrem vor der Krise verzeichneten Höchststand liegen, wobei beträchtliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern zu erwarten sind.

Die Wohnungsbauinvestitionen werden den Projektionen zufolge im Zuge der dank niedriger Hypothekenzinsen und besserer Kreditangebotsbedingungen anziehenden Konjunktur und des allmählich nachlassenden Anpassungsbedarfs in der zweiten Jahreshälfte 2014 schrittweise zunehmen und dann 2015 noch stärker steigen. Dennoch werden die Anpassungen an den Wohnimmobilienmärkten und/oder das nach wie vor geringe Wachstum des real verfügbaren Einkommens in einigen Ländern die Bautätigkeit weiterhin dämpfen. Es ist davon auszugehen, dass die öffentlichen Investitionen über den Projektionszeitraum hinweg auf einem niedrigen Niveau verharren, da die anhaltende Ausgabendisziplin in einigen Euro-Ländern im Vergleich zum eher expansiv ausgerichteten Profil der öffentlichen Investitionen in anderen Ländern überwiegt.

Die Zahl der Beschäftigten ist in der ersten Jahreshälfte 2014 geringfügig gestiegen, aber das Beschäftigungswachstum wird im zweiten Halbjahr 2014 voraussichtlich weiter schwach bleiben und erst 2015 und 2016 leicht anziehen. Die erwartete Erholung spiegelt die Konjunkturbelebung, die beschäftigungssteigernde Wirkung der bisherigen Lohnzurückhaltung und die positiven Auswirkungen der Arbeitsmarktreflexionen wider. Diese haben die Flexibilität erhöht und die Schaffung von Arbeitsplätzen im privaten Sektor begünstigt – vor allem in einigen angeschlagenen Ländern. Der weitere Personalabbau im öffentlichen Sektor einiger Länder wird jedoch das Beschäftigungswachstum insgesamt bremsen. Die Zahl der Erwerbspersonen dürfte über den Betrachtungszeitraum hinweg moderat zunehmen, was zum einen auf Zuwanderung zurückzuführen ist und zum anderen auf eine stärkere Arbeitsmarktbeteiligung bestimmter Bevölkerungsgruppen, die sich aus der Verbesserung der Beschäftigungslage ergibt. Die Arbeitslosenquote ist in den letzten Monaten leicht gefallen, was in erster Linie der Wende in der Beschäftigungsentwicklung zuzuschreiben ist. Die Arbeitslosigkeit dürfte über den Projektionszeitraum hinweg weiter zurückgehen, jedoch weiterhin deutlich über dem vor der Krise verzeichneten Niveau liegen. Die Arbeitsproduktivität (gemessen als Produktion je Erwerbstätigen) dürfte sich angesichts der erwarteten Belebung des realen BIP-Wachstums und aufgrund der verzögerten Reaktion der Beschäftigung auf die Konjunkturentwicklung erhöhen.

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

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

1) Die Projektionen für 2015 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. Die Projektion der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen basiert auf der Systematik des ESVG 95.

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

3) Arbeitstäglich bereinigte Daten.

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

5) Einschließlich des Handels der Euro-Länder untereinander.

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

7) Berechnet als öffentlicher Finanzierungssaldo, bereinigt um vorübergehende Effekte des Konjunkturzyklus und befristete staatliche Maßnahmen. Die Berechnung folgt dem Ansatz des ESZB für konjunkturbereinigte Haushaltssalden (siehe C. Boutheyllain et al., Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach, Working Paper Series der EZB, Nr. 77, September 2001) und der Definition des ESZB von befristeten Maßnahmen (siehe J. Kremer et al., A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances, 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 detaillierte Darstellung – auch im Vergleich zur Methodik der Kommission – findet sich in Kasten 13 des Monatsberichts vom März 2012 und in Kasten 6 des vorliegenden Monatsberichts vom September 2014.

Die privaten Konsumausgaben dürften sich über den Projektionszeitraum hinweg erholen und weitgehend die Entwicklung des real verfügbaren Einkommens nachzeichnen. Die Zunahme des real verfügbaren Einkommens wird den Projektionen zufolge durch ein höheres Arbeitseinkommen aufgrund steigender Beschäftigung und stärkeren Lohnwachstums, durch geringere negative Auswirkungen der Haushaltskonsolidierung, einen wachsenden Beitrag sonstiger (hauptsächlich gewinnbezogener) privater Einkünfte und niedrige Rohstoffpreise gestützt. Die Sparquote dürfte stabil bleiben. Grund hierfür sind gegenläufige Effekte: einerseits fallende Zinsen und der allmähliche Rückgang der Arbeitslosigkeit, mit dem die Notwendigkeit des Vorsichtssparens schwindet, und andererseits ein nachlassender Zwang zur Auflösung von Sparguthaben in einigen Ländern, da das höhere verfügbare Einkommen die Konsumausgaben begünstigt. Bei den Konsumausgaben des Staates wird über den Projektionszeitraum hinweg ein moderater Anstieg erwartet.

Die Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums dürften über den Projektionszeitraum hinweg etwas zulegen. Sie dürften aufgrund der verhaltenen Gesamtnachfrage im Eurogebiet und der leicht dämpfenden Wirkung der jüngsten Euro-Schwäche begrenzt bleiben. Der Außenhandel dürfte über den Projektionszeitraum hinweg geringfügig zum Wachstum des realen BIP beitragen. Es wird mit einem weitgehend stabilen Leistungsbilanzüberschuss von 2,4 % des BIP im Jahr 2016 gerechnet.

Gegenüber den im Monatsbericht vom Juni 2014 veröffentlichten gesamtwirtschaftlichen Projektionen wurde das Wachstum des realen BIP für 2014 um 0,2 Prozentpunkte nach unten korrigiert, was das schwächer als erwartet ausgefallene Ergebnis für das zweite Quartal widerspiegelt. Vor dem Hintergrund der erhöhten geopolitischen Spannungen implizieren zudem die dämpfende Wirkung der schwächeren weltweiten Nachfrage auf die Exporte – und in geringerem Maße die rückläufige Investitionstätigkeit – eine Abwärtskorrektur der Wachstumserwartungen für die zweite Jahreshälfte 2014. Die Projektion für 2015 wurde um 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert, hauptsächlich bedingt durch einen geringeren statistischen Überhang. Die Projektionen für 2016 wurden um 0,1 Prozentpunkte nach oben korrigiert; dies geschah vor allem vor dem Hintergrund verbesserter Finanzierungsbedingungen für private Investitionen, die durch die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte noch begünstigt wurden.

## AUSSICHTEN FÜR PREISE UND KOSTEN

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge belief sich die Teuerung nach dem HVPI insgesamt im August 2014 auf 0,3 %. In der verhaltenen Entwicklung der aktuellen Inflationsrate spiegeln sich rückläufige Preise für Energie und Nahrungsmittel sowie ein gedämpfter Trend bei den Preisen für Industrieerzeugnisse ohne Energie und den Dienstleistungspreisen wider.

Nachdem sich die HVPI-Gesamtinflation im zweiten Quartal 2014 auf 0,6 % belaufen hatte, wird sie den Projektionen zufolge noch etwas nachgeben und im dritten Vierteljahr bei 0,4 % liegen, bevor sie im Schlussquartal 2014 wieder auf 0,7 % steigt. Die am HVPI gemessene Teuerung dürfte über den Projektionszeitraum hinweg allmählich weiter anziehen, und zwar bis auf einen Wert von 1,5 % im letzten Vierteljahr 2016. Die abnehmende negative Produktionslücke bei einer sich festigenden Erholung führt zu einem stärkeren Lohn- und Gewinnwachstum und sollte für einen gewissen Aufwärtsdruck auf die Inflation sorgen. Außerdem dürften die steigenden Preise für Rohstoffe (ohne Energie) und Einfuhren des Euro-Währungsgebiets – eine Entwicklung, die durch den niedrigeren Wechselkurs des Euro verstärkt wird – einen Beitrag zu höheren Konsumentenpreisen im Euroraum leisten. Allerdings wird die Teuerung bis 2016 voraussichtlich begrenzt bleiben. Verantwortlich hierfür sind die nach wie vor vorhandenen Kapazitätsreserven in der Wirtschaft, da die negative Produktionslücke den Projektionen zufolge bis 2016 nur teilweise zurückgeht, was eine sehr gedämpfte Entwicklung bei den Löhnen und Gewinnmargen zur Folge hat. Zudem schlägt sich hier der angenommene Rückgang der Rohölpreise nieder, wie er in den Preisen für Terminkontrakte zum Ausdruck kommt.

Im Einzelnen wird damit gerechnet, dass die Energiepreis-inflation auch im dritten Quartal 2014 deutlich negativ bleibt, bevor sie sich im verbleibenden Teil des Projektionszeitraums um die Nullmarke bewegt. Die Auswirkungen des leicht fallenden Verlaufs der Terminkurve für Rohölpreise auf die Verbraucherpreise für Energie werden über den Projektionszeitraum hinweg durch die Aufwärtseffekte



des schwächeren Euro und der Preisentwicklung der anderen Energiekomponenten teilweise ausgeglichen. Insgesamt dürfte der Beitrag der Energiepreise zur HVPI-Inflation über den Projektionshorizont bei null und damit deutlich unter den 0,5 Prozentpunkten liegen, die im Zeitraum von 1999 bis 2013 durchschnittlich zu verzeichnen waren. Dass die Inflationsaussichten im Projektionszeitraum im Vergleich mit den ersten 15 Jahren der Währungsunion moderater ausfallen, lässt sich also zu einem großen Teil mit der Entwicklung dieser HVPI-Komponente erklären.

Die Nahrungsmittelpreisinflation wird den Projektionen zufolge im dritten Quartal des laufenden Jahres nahe null bleiben, in den Folgequartalen bis Mitte 2015 aber stark anziehen, wenn der erhebliche witterungsbedingte Abwärtsdruck auf die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel und negative Basiseffekte abklingen. Im Anschluss hieran dürfte sie, allerdings in langsamerem Tempo, weiter auf 2,0 % gegen Ende des Projektionshorizonts zulegen. In dem erneuten Anstieg der Nahrungsmittelpreise spiegelt sich der – im Einklang mit der allmählichen konjunkturellen Erholung – angenommene Anstieg der Ab-Hof-Preise in der EU wider. Insgesamt dürfte sich der Beitrag der Nahrungsmittelpreise zur HVPI-Inflation über den Projektionshorizont auf 0,2 Prozentpunkte belaufen. Damit würde er deutlich unter den 0,5 Prozentpunkten liegen, die im Zeitraum von 1999 bis 2013 durchschnittlich zu verzeichnen waren, was ein weiterer Grund für die vergleichsweise verhaltenen Inflationsaussichten ist.

Die HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte ihren Tiefpunkt erreicht haben: Vom vierten Quartal 2013 bis zum dritten Quartal 2014 belief sie sich auf 0,8 %. Im Zuge einer sich beschleunigenden konjunkturellen Erholung und angesichts einer abnehmenden Produktionslücke sowie eines anziehenden Lohn- und Gewinnwachstums wird über den Projektionszeitraum hinweg voraussichtlich ein allmählicher Anstieg zu beobachten sein. Es wird damit gerechnet, dass diese Messgröße der zugrunde liegenden Inflation im Schlussquartal 2016 eine Marke von 1,5 % erreicht. Der Beitrag dieser HVPI-Komponente zur HVPI-Gesamtinflation liegt ebenfalls unter dem Durchschnitt. Über den Projektionshorizont beläuft er sich auf 0,8 Prozentpunkte, verglichen mit einem langfristigen Durchschnitt von 1,1 Prozentpunkten.

Anhebungen indirekter Steuern als Bestandteil von Haushaltskonsolidierungsplänen werden 2014 mit rund 0,1 Prozentpunkten wohl leicht positiv zur HVPI-Inflation beitragen. Mangels Informationen zu verabschiedeten Haushaltsmaßnahmen für den verbleibenden Prognosezeitraum werden die Beiträge indirekter Steuern derzeit für 2015 und 2016 als vernachlässigbar eingeschätzt (verglichen mit einem historischen Durchschnitt von 0,2 %).

Faktoren im Zusammenhang mit den externen Preisen führten zu einem deutlichen Abwärtsdruck auf die HVPI-Inflation der jüngsten Vergangenheit. Die Jahreswachstumsrate des Importdeflators fiel merklich von 2,4 % im Jahr 2012 auf -2,0 % im ersten Quartal 2014. Gründe für diesen Rückgang waren die schwache globale Preisentwicklung infolge des verhaltenen weltweiten Wachstums, die vorangegangene Aufwertung des Euro und die niedrigeren Preise für Öl und andere Rohstoffe. Der erhebliche außenwirtschaftliche Abwärtsdruck auf die Preise dürfte in der zweiten Jahreshälfte 2014 verebben, wobei mit einem Wendepunkt beim Jahreswachstum des Importdeflators gerechnet wird. Über den Projektionszeitraum hinweg wird bis Anfang 2015 ein Anstieg der Jahresänderungsrate des Importdeflators erwartet. Danach dürfte sich die Wachstumsrate im verbleibenden Projektionszeitraum bei etwa 1,4 % stabilisieren und damit in der Nähe ihres langfristigen Durchschnittswertes liegen. In der höheren Wachstumsrate des Importdeflators kommen die angenommene globale Preissteigerung aufgrund einer anziehenden Weltwirtschaft, die erwartete Erholung der Preise für Rohstoffe (ohne Energie) und der niedrigere Wechselkurs des Euro zum Ausdruck.

Was den inländischen Preisdruck betrifft, so dürften die sich allmählich verbessernden Arbeitsmarktbedingungen im Euroraum zu einem leicht steigenden Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer führen. Das Wachstum der Lohnstückkosten dürfte den Projektionen zufolge in den ersten beiden Jahren des Projektionszeitraums zurückgehen (auf 1,0 % im Jahr 2014 und 0,8 % im Jahr 2015), bevor es 2016 wieder leicht zunimmt (auf 1,1 %). Die Abnahme der Lohnstückkosten in den ersten beiden Jahren des Projektionszeitraums lässt sich mit der verhaltenen Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer bei einem gleichzeitig steigenden Arbeitsproduktivitätszuwachs erklären. Im Jahr 2016 dürfte sich das Wachstum der Lohnstückkosten wieder leicht erhöhen. Verantwortlich hierfür ist eine Erholung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer, die von einem weitgehend stagnierenden

Produktivitätswachstum begleitet wird. In diesem Muster spiegelt sich die verzögerte Reaktion des Lohn- und Beschäftigungswachstums auf die konjunkturelle Erholung, was mit der erheblichen und nur langsam abnehmenden Unterauslastung an den Arbeitsmärkten des Euroraums zusammenhängt.

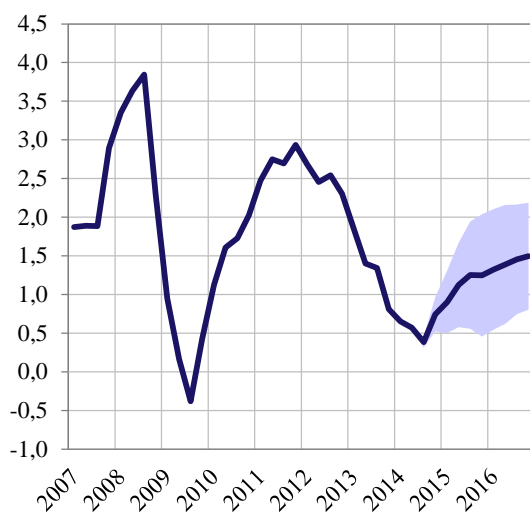
Die Gewinnmargen (gemessen anhand der Differenz zwischen dem BIP-Deflator zu Faktorkosten und dem Wachstum der Lohnstückkosten) dürften 2014 etwas zurückgehen. Danach werden sie, getragen von der Konjunkturerholung, voraussichtlich allmählich wieder ansteigen.

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

(Quartalswerte)

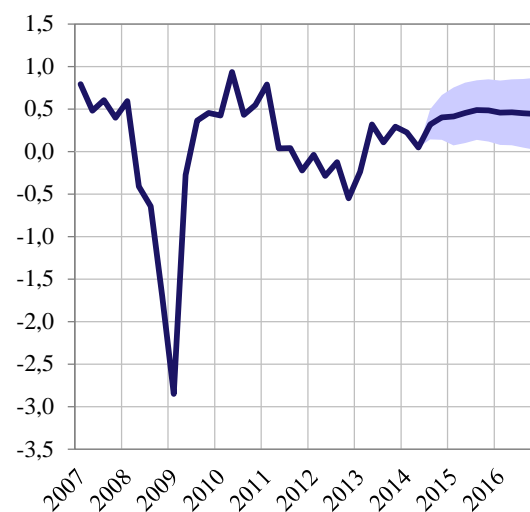
**HVPI des Euro-Währungsgebiets**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

(Veränderung 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.

Gegenüber den im Monatsbericht vom Juni 2014 veröffentlichten gesamtwirtschaftlichen Projektionen wurde die Projektion für die am HVPI gemessene Gesamtinflation für 2014 um 0,2 Prozentpunkte nach unten korrigiert, was vor allem mit der niedriger als erwartet ausgefallenen HVPI-Inflation der letzten Monate zusammenhängt. Die Projektion der am HVPI gemessenen Gesamtinflation für 2015 und 2016 bleibt unverändert. Dahinter verbirgt sich eine Abwärtskorrektur des HVPI ohne Energie und eine Aufwärtskorrektur bei den Energiekomponenten des HVPI, die einander weitgehend ausgleichen. Was den HVPI ohne Energie betrifft, so dürften die unerwartet niedrigen Werte der jüngsten Zeit bei dieser Komponente eine Grunddynamik implizieren, die länger anhält als bislang angenommen. Zugleich ergibt sich aus der Annahme höherer Ölpreise und eines niedrigeren Wechselkurses eine Aufwärtskorrektur bei der HVPI-Energiekomponente.

**HAUSHALTAUSSICHTEN**

Auf Grundlage der in Kasten 1 dargelegten Annahmen dürfte sich die Schuldenquote der öffentlichen Haushalte im Euroraum den Projektionen zufolge allmählich von 3,0 % im Jahr 2013 auf 1,9 % im Jahr 2016 verringern, was in erster Linie einer konjunkturellen Belebung zuzuschreiben ist. Der strukturelle Saldo wird sich über den Projektionszeitraum hinweg voraussichtlich etwas verbessern. Dies hängt mit den Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung in einigen Euro-Ländern zusammen. Außerdem wird damit gerechnet, dass staatliche Beihilfen für den Finanzsektor zurückgefahren werden. Die nach wie vor

leicht anziehenden öffentlichen Ausgaben dürften die Senkung direkter Steuern in mehreren Ländern mehr als ausgleichen. Gemäß den aktuellen Annahmen zur Haushaltspolitik würde die strukturelle Verbesserung allerdings deutlich langsamer voranschreiten als in den vergangenen Jahren. Die öffentliche Schuldenquote im Euroraum würde den Projektionen zufolge 2014 einen Höchststand von 93,9 % erreichen und dann bis 2016 auf 91,5 % sinken.

## Kasten 2

### BERÜCKSICHTIGUNG DES GELDPOLITISCHEN MASSNAHMENPAKETS DER EZB VOM JUNI 2014 IN DEN PROJEKTIONEN

Das am 5. Juni 2014 bekannt gegebene geldpolitische Maßnahmenpaket umfasst ein breites Spektrum an Maßnahmen. Einige davon wurden unmittelbar umgesetzt (Senkung der EZB-Leitzinsen und fortgesetzte Durchführung der Geschäfte als Mengentender mit Vollzuteilung), andere treten im September 2014 in Kraft (gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte – GLRGs) und wiederum andere sind bei Redaktionsschluss dieser Projektionen noch nicht konkretisiert und beschlossen worden (Outright-Käufe von Asset-Backed Securities – ABSs).

Vor diesem Hintergrund wurde für die vorliegenden Projektionen ein Ansatz gewählt, bei dem sich das Maßnahmenpaket im selben Umfang im Basisszenario niederschlägt wie es sich auf die marktbasieren finanztechnischen Annahmen ausgewirkt hat (namentlich die Marktzinssätze und Aktienkurse, einschließlich des Wechselkurses). Das Durchwirken von Änderungen dieser Annahmen sollte mit den historischen Regelmäßigkeiten im Einklang stehen. Das heißt, es werden keine ermessensbasierten Anpassungen vorgenommen, was den standardisierten Modellrahmen für die Ableitung von Annahmen zu Kreditzinsen und Kreditangebotseffekten betrifft. Das gleiche gilt für alle anderen Aspekte im Zusammenhang mit der Herleitung des Basisszenarios.

Eine große Zahl weiterer potenzieller Kanäle wird im Basisszenario nicht berücksichtigt, unter anderem das Durchschlagen geringerer Refinanzierungskosten der Banken auf deren Kreditvergabezeiten, günstige Kreditangebotsbedingungen und die Inanspruchnahme von Mitteln aus den GLRGs durch die Banken zum Erwerb von Aktiva. Insgesamt werden die Auswirkungen des Maßnahmenpakets im Basisszenario vermutlich zu gering eingeschätzt, woraus sich ein klares Aufwärtsrisiko für die Basisprojektionen von Wachstum und Inflation ergibt.

## Kasten 3

### SENSITIVITÄTSANALYSEN

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 der EZB erstellten Projektionen zugrunde liegen, stützen sich auf die an den Preisen für Öfterminkontrakte gemessenen Markterwartungen. Letztere weisen auf einen Rückgang der Ölpreise im Verlauf des Betrachtungszeitraums hin (siehe Kasten 1). Dieses Profil birgt jedoch nach wie vor Unsicherheiten.

Der erwartete Rückgang der Ölpreise spiegelt möglicherweise die Markteinschätzung wider, dass sich die jüngste Drosselung der Ölproduktion in mehreren OPEC-Ländern aufgrund von politischer Instabilität oder geopolitischen Spannungen teilweise umkehrt und/oder durch eine weltweit zunehmende

Schieferölförderung ausgeglichen wird. Falls auf kurze bis mittlere Sicht unerwartete geopolitische Ereignisse in bedeutenden Ölförderländern (beispielsweise Russland) eintreten oder in der mittleren Frist die weltweite Erholung stärker ausfällt, könnte es jedoch zu einem Anstieg der Ölpreise kommen.

Insgesamt erscheint es im Kontext einer globalen Erholung plausibel, dass der Ölpreis höher ausfällt als im Basisszenario angenommen. Deshalb wird in dieser Sensitivitätsanalyse eine zunehmende Aufwärtskorrektur für die Preisentwicklung bei Ölterminkontrakten unterstellt.<sup>2</sup> Für die divergierende Entwicklung werden Ölpreise angenommen, die 3 %, 6 % bzw. 10 % über den jeweiligen Terminkontraktpreisen in den Jahren 2014, 2015 und 2016 liegen. Gemäß den von Experten der EZB entwickelten makroökonomischen Modellen würde der höhere Ölpreis dazu führen, dass die am HVPI gemessene Teuerungsrate 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte über der Basisprojektion für die Jahre 2015 und 2016 liegt. Gleichzeitig würden höhere Ölpreise das Wachstum des realen BIP dämpfen, das 2015 und 2016 um 0,1 Prozentpunkte niedriger ausfallen würde.

## 2) Divergierende Entwicklung des Wechselkurses

Im Basisszenario wird bis zum Ende des Projektionshorizonts ein unveränderter Wechselkurs des Euro unterstellt. Aufgrund sich eintrübender Wachstums- und Inflationserwartungen im Eurogebiet im Vergleich zu den USA und der Erwartung eines divergierenden geldpolitischen Kurses in den beiden Wirtschaftsräumen, die mit der Erwartung eines lang anhaltenden Niedrigzinsumfelds im Euroraum und einer zügigeren Normalisierung in den Vereinigten Staaten verbunden ist, könnte es jedoch zu einer Abschwächung des Euro kommen. Eine divergierende Entwicklung des Euro, bei der von einer stärkeren Abschwächung ausgegangen wird, leitet sich aus dem 25. Perzentil der Verteilung der risikoneutralen Dichten ab, die aus Optionen für den EUR/USD-Wechselkurs am 13. August 2014 gewonnen wurde. Dieser alternativen Annahme zufolge wird der Euro gegenüber dem US-Dollar allmählich auf einen Wechselkurs von 1,24 im Jahr 2016 abwerten. Damit läge er 7,4 % 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 3,9 % unter dem Wert im Basisszenario.

Die Ergebnisse der von Experten der EZB entwickelten makroökonomischen Modelle deuten in diesem Fall auf ein höheres Wachstum des realen BIP (0,1 bis 0,3 Prozentpunkte in den Jahren 2015 und 2016) und eine höhere Teuerung nach dem HVPI (0,2 bis 0,3 Prozentpunkte) 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 korrektiven Komponente des Stabilitäts- und Wachstumspakts nicht vollständig genügen. Das Engagement der Staaten zur Erfüllung dieser Anforderungen kommt in den Stabilitätsprogrammen 2014 und im EU/IWF-Programm der betroffenen Länder weitgehend zum Ausdruck. Allerdings werden die zugrunde liegenden Maßnahmen zur Erreichung dieser Ziele oft gar nicht oder nicht ausreichend dargelegt. Aus diesem Grund bleiben sie in der Basisprojektion unberücksichtigt, was insbesondere für den Zeitraum 2015 bis 2016 gilt, der im aktuellen Haushalt der meisten Länder nicht enthalten ist. 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 sollen dabei insbesondere die Unsicherheiten erfassen, mit denen die Haushaltsziele behaftet sind, die Wahrscheinlichkeit zusätzlicher Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung mit Auswirkungen auf die Gesamtnachfrage im Gegensatz zu anderen defizitmindernden Faktoren berücksichtigen und die damit verbundenen makroökonomischen Rückkopplungseffekte einbeziehen.

Auf Grundlage dieses Ansatzes wird die zusätzliche Konsolidierung im Euroraum für das Jahr 2014 mit weniger als 0,1 % des BIP als äußerst begrenzt eingeschätzt. Weitere zusätzliche Maßnahmen gelten hingegen für das Jahr 2015 (rund 0,3 % des BIP) und für 2016 in etwas geringerem Umfang (circa 0,1 % des BIP) als wahrscheinlich, wodurch sich bis Ende 2016 eine kumulierte zusätzliche Konsolidierung in Höhe von rund 0,4 % 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. Die gegenwärtige Sensitivitätsanalyse ergibt, dass sich die Haushaltskonsolidierung im Euroraum in aggregierter Betrachtung stärker auf der Ausgabenseite des Haushalts vollziehen wird; es wird jedoch auch von Erhöhungen der indirekten Steuern ausgegangen, während Konjunkturmaßnahmen in Form von Senkungen der direkten Steuern und der Sozialversicherungsbeiträge im Jahr 2016 als wahrscheinlich gelten.

#### **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>3</sup>) der EZB ergeben, sind in der Tabelle zusammengefasst.

Die Folgen einer zusätzlichen Haushaltskonsolidierung auf das Wachstum des realen BIP sind im Jahr 2014 begrenzt, machen jedoch 2015 bzw. 2016 schätzungsweise rund -0,2 Prozentpunkte aus. Die Auswirkungen auf die HVPI-Inflation werden für 2015 auf etwa 0,1 Prozentpunkte geschätzt.

Die jetzige Analyse deutet also im Hinblick auf das Wachstum des realen BIP auf einige Abwärtsrisiken für die Basisprojektion hin, was vor allem für die Jahre 2015 und 2016 gilt, da noch nicht alle beabsichtigten Konsolidierungsmaßnahmen im Basisszenario berücksichtigt sind. Gleichzeitig bestehen geringe Aufwärtsrisiken hinsichtlich der projizierten Teuerungsraten, da die zusätzliche Konsolidierung den Einschätzungen zufolge zum Teil über Erhöhungen indirekter Steuern erfolgen wird.

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>4</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.

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

(in % des BIP)

	2014	2015	2016
Haushaltsziele der Regierungen <sup>1)</sup>	-2,4	-1,8	-1,1
Haushaltspolitische Basisprojektionen	-2,6	-2,4	-1,9
Zusätzliche Haushaltskonsolidierung (kumuliert) <sup>2)</sup>	0,0	0,3	0,4
Effekt zusätzlicher Haushaltskonsolidierung (in Prozentpunkten) <sup>3)</sup>			
Reales BIP-Wachstum	0	-0,2	-0,2
HVPI-Inflation	0	0,1	0

1) Nominale Ziele gemäß aktuellem EU/TWF-Programm der betreffenden Länder sowie aktualisierte Stabilitätsprogramme 2014 für die verbleibenden Länder.

2) Sensitivitätsanalyse auf Grundlage von Bewertungen der Experten der EZB.

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.

- 1 Bei allen Simulationen wurde unterstellt, dass sich weder die Haushaltspolitik noch andere Faktoren ändern, die die technischen Annahmen und das außenwirtschaftliche Umfeld des Euroraums betreffen.
- 2 Eine ausführliche Beschreibung des Modells, das zur Herleitung dieser Aufwärtskorrektur genutzt wurde, findet sich in: P. Pagano und M. Pisani, Risk-adjusted forecasts of oil prices, The B.E. Journal of Macroeconomics, Bd. 9, 1. Ausgabe, Art. 24, 2009.
- 3 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.
- 4 Eine genauere Analyse der gesamtwirtschaftlichen Effekte haushaltspolitischer Konsolidierung findet sich in: EZB, Fiskalmultiplikatoren und Zeitpunkt der Haushaltskonsolidierung, Monatsbericht April 2014.

### Kasten 4

#### AUSWIRKUNGEN DER SPANNUNGEN ZWISCHEN DER EU UND RUSSLAND AUF DIE AUSSICHTEN FÜR DEN HANDEL DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Die sich verschärfenden geopolitischen Spannungen und ein damit einhergehender Vertrauensverlust könnten sich zuletzt negativ auf die Konjunktur im Euroraum ausgewirkt haben. In den Basisprojektionen wird allerdings die Annahme zugrunde gelegt, dass die jüngsten Spannungen zwischen der EU und Russland lediglich sehr begrenzte nachteilige Folgen für den Handel des Eurogebiets haben. Die Auslandsnachfrage und die Ausfuhren des Euroraums dürften in erster Linie über zwei Kanäle betroffen sein.

Zum einen haben sich die Aussichten für die russische Wirtschaft eingetrübt, sodass die Inlandsnachfrage und die Einfuhren Russlands im aktuellen Projektionszeitraum – verglichen mit den im Monatsbericht Juni veröffentlichten Projektionen – niedriger ausfallen, was negative Konsequenzen für die Auslandsnachfrage und die Ausfuhren des Eurogebiets hat. Die Zuspitzung der Lage in der Ukraine hat dazu geführt, dass die EU und die Vereinigten Staaten zusätzliche, vor allem finanzielle Sanktionen gegen Russland verhängt haben. Nach einem Rückgang des russischen BIP im ersten Vierteljahr 2014 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal wird sich die Konjunktur voraussichtlich auch in den kommenden Jahresvierteln schwach entwickeln. Gründe hierfür sind eine zögerliche Investitionstätigkeit, die teilweise auf Zinserhöhungen der Bank von Russland zurückzuführen sind, deutlich restriktivere Finanzierungsbedingungen im In- und Ausland, Kapitalabflüsse und eine erhöhte Ungewissheit. Zudem dürften die privaten Konsumausgaben durch die unsicheren wirtschaftlichen Aussichten und das niedrigere verfügbare Realeinkommen infolge der höheren Inflation gebremst werden, was auch auf die Abwertung des Rubel zurückzuführen ist. Die geringere inländische Nachfrage in Russland wirkt sich über den Projektionszeitraum hinweg hemmend auf das Wachstum von BIP und Einfuhren in diesem Land aus, was eine Abwärtskorrektur bei den russischen Importen verglichen mit den vorhergehenden Projektionen bedeutet. Da rund 4,5 % der Auslandsnachfrage nach Waren und Dienstleistungen des

Euroraums auf Russland entfallen, verringert sich diese Nachfrage, verglichen mit den vorhergehenden Projektionen, aufgrund der rückläufigen russischen Einfuhren bis zum Jahresende 2016 geringfügig um etwa 0,1 Prozentpunkte.

Zum anderen hat Russland den Import bestimmter Nahrungsmittel aus Ländern, die Sanktionen gegen Einzelpersonen und Unternehmen in Russland eingeleitet haben, mit einem Embargo belegt – darunter auch Nahrungsmiteleinfuhren aus dem Eurogebiet. Dieses Embargo betrifft rund 2 % der gesamten Einfuhren von Waren und Dienstleistungen nach Russland, was das Importwachstum dort über den Projektionszeitraum hinweg zusätzlich dämpft. Um den Auswirkungen dieser Importbeschränkungen Rechnung zu tragen, wird die Annahme zugrunde gelegt, dass rund ein Drittel der Einfuhren, die einem Embargo unterliegen, unmittelbar mithilfe anderer ausländischer Anbieter substituiert werden können. Der verbleibende Importausfall führt der Annahme zufolge Ende 2014 und Anfang 2015 zu einer geringfügigen Abnahme des russischen Importwachstums. Damit ergibt sich gegenüber den vorhergehenden Projektionen für die Zeit bis Jahresbeginn 2015 eine Abnahme der Auslandsnachfrage nach Waren und Dienstleistungen des Eurogebiets um weniger als 0,1 Prozentpunkte.

Insgesamt sind diese nachteiligen Auswirkungen auf die Auslandsnachfrage im Euroraum zwar aller Wahrscheinlichkeit nach gering, in einigen Euro-Ländern dürften sie aber in Abhängigkeit der jeweiligen Handelsbeziehungen zu Russland stärker zu Buche schlagen. Außerdem haben die jüngsten Spannungen anscheinend zu einem abnehmenden Unternehmerv Vertrauen im Euroraum geführt.

Was diese Schätzungen betrifft, sind gewisse Einschränkungen zu berücksichtigen. Der negative Effekt des russischen Embargos auf die Ausfuhren des Eurogebiets könnte größer sein, als die nach unten korrigierten Auslandsnachfrage vermuten lässt, was damit zusammenhängt, dass das Embargo speziell auf den Euroraum und einige andere OECD-Länder ausgerichtet ist und dieser Umstand nicht von den festen Anteilen am Außenhandel erfasst wird. Es wäre also plausibel, dass die Ausfuhren des Eurogebiets stärker sinken als zuvor ausgeführt. Es könnte aber auch sein, dass die Euro-Länder alternative Absatzmärkte für ihre Exporte finden und die Auswirkungen des Embargos so weniger stark ins Gewicht fallen.

Wie bereits im Monatsbericht vom Juni 2014 in dem Kasten „Aus der Krise in der Ukraine resultierende Risiken für das Euro-Währungsgebiet“ erörtert, könnte eine erneute Verschärfung der Spannungen in der Region zudem zusätzliche Sanktionen gegen Russland sowie Vergeltungsmaßnahmen seitens Russland gegen die EU nach sich ziehen. In diesem Fall dürfte es zu deutlich größeren Auswirkungen auf die Konjunktur und die Inflation im Euroraum kommen.

## Kasten 5

### PROGNOSEN ANDERER INSTITUTIONEN

Von internationalen und privatwirtschaftlichen Organisationen liegt eine Reihe von Prognosen für das Euro-Währungsgebiet vor. Diese Prognosen sind jedoch untereinander bzw. mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen nicht vollständig vergleichbar, da sie zu verschiedenen Zeitpunkten fertiggestellt wurden. Darüber hinaus verwenden sie unterschiedliche (teilweise nicht spezifizierte) Methoden zur Ableitung von Annahmen über fiskalische, finanzielle und außenwirtschaftliche Variablen (einschließlich Öl- und sonstigen Rohstoffpreisen). Schließlich verwenden die verschiedenen Prognosen auch unterschiedliche Methoden der Kalenderbereinigung (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 der EZB erstellte Projektionen	September 2014	0,9 [0,7-1,1]	1,6 [0,6-2,6]	1,9 [0,6-3,2]	0,6 [0,5-0,7]	1,1 [0,5-1,7]	1,4 [0,7-2,1]
Europäische Kommission	Mai 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OECD	Mai 2014	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
Euro Zone Barometer	August 2014	1,0	1,5	1,7	0,6	1,1	1,5
Consensus Economics Forecasts	August 2014	1,0	1,5	1,6	0,6	1,1	1,5
Survey of Professional Forecasters	August 2014	1,0	1,5	1,7	0,7	1,2	1,5
IWF	Juli 2014	1,1	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Quellen: Frühjahrsprognose 2014 der Europäischen Kommission; IWF, World Economic Outlook, Juli 2014 (BIP); IWF, World Economic Outlook, April 2014; OECD, Wirtschaftsausblick, Mai 2014; Prognosen von Consensus Economics; MJEconomics und Survey of Professional Forecasters der EZB.

Anmerkung: Sowohl die von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen als auch die OECD-Prognosen verwenden arbeitstäglich bereinigte Jahreswachstumsraten, während die Europäische Kommission und der IWF jährliche Wachstumsraten 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 in den derzeit verfügbaren Prognosen anderer Institutionen enthaltenen Annahmen zum Wachstum des realen BIP im Euroraum im Jahr 2014 liegen etwas höher als die von Experten der EZB projizierten Werte. Die Projektionen für das Wachstum des realen BIP in den Jahren 2015 und 2016 entsprechen den von Experten der EZB projizierten Werten oder liegen leicht darunter. Was die Preissteigerungsrate anbelangt, so deuten die Prognosen der meisten anderen Institutionen für 2014 und 2015 auf eine durchschnittliche jährliche HVPI-Inflation hin, die nahe an der von Experten der EZB angegebenen Spanne liegt oder leicht darüber. Für 2016 wird nach den anderen verfügbaren Prognosen eine durchschnittliche HVPI-Inflation von 1,3 % bis 1,5 % erwartet, während von den Experten der EZB ein Wert von 1,4 % 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: 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.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Alle Rechte vorbehalten.

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