



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

## VON EXPERTEN DES EUROSYSTEMS ERSTELLTE GESAMTWIRTSCHAFTLICHE PROJEKTIONEN FÜR DAS EURO- WÄHRUNGSGBIET

Auf der Grundlage der bis zum 24. Mai 2011 vorliegenden Daten haben Experten des Eurosystems Projektionen zu den makroökonomischen Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet ausgearbeitet.<sup>1</sup> Aufgrund der anhaltenden weltweiten Nachfrage, der sich belebenden Investitionen, der zur Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen und des nach wie vor akkommodierenden geldpolitischen Kurses wird hinsichtlich des durchschnittlichen Jahreswachstums des realen BIP eine Bandbreite von 1,5 % bis 2,3 % für 2011 und von 0,6 % bis 2,8 % für 2012 projiziert. Die HVPI-Gesamtinflation dürfte auch im weiteren Verlauf dieses Jahres über der 2 %-Marke bleiben, was in erster Linie den kräftigen Ölpreissteigerungen in jüngster Zeit geschuldet ist. Es wird angenommen, dass sich danach ein Rückgang der Rohstoffpreise einstellt, und dass die durchschnittliche jährliche Gesamtinflation im Zuge des nachlassenden direkten Einflusses früherer Preissteigerungen bei den Rohstoffen nachgeben dürfte. Im Gegensatz dazu wird mit einem Anstieg des inländischen Preisdrucks gerechnet, der auf eine höhere Kapazitätsauslastung, die angespanntere Lage am Arbeitsmarkt sowie den Umstand zurückzuführen ist, dass nach und nach frühere Verteuerungen der Rohstoffe zum Teil weitergegeben werden. Die Gesamtinflationsrate nach dem HVPI dürfte sich im laufenden Jahr auf durchschnittlich 2,5 % bis 2,7 % und im kommenden Jahr auf 1,1 % bis 2,3 % belaufen.

### Kasten 1

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

Die technischen Annahmen bezüglich der Zinssätze und der Rohstoffpreise beruhen auf den Markterwartungen; Redaktionsschluss hierbei war der 18. Mai 2011.<sup>1</sup> Die Annahme im Hinblick auf die kurzfristigen Zinssätze ist rein technischer Natur. Die Kurzfristzinsen werden am Dreimonats-EURIBOR gemessen, wobei die Markterwartungen von den Zinssätzen für Terminkontrakte abgeleitet werden. Bei Anwendung dieser Methode ergibt sich für die Kurzfristzinsen ein Durchschnittsniveau von 1,6 % für 2011 und von 2,3 % für 2012. Die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet deuten auf ein durchschnittliches Niveau von 4,5 % im laufenden und von 4,8 % im kommenden Jahr hin. Was die Finanzierungsbedingungen anbelangt, so geht die Basisprojektion von einer Verringerung der Spreads zwischen den Kreditzinsen der Banken und den Kurzfristzinssätzen über den Projektionszeitraum hinweg aus, da die Erhöhungen der Terminzinsen allmählich weitergegeben werden und das Ausfallrisiko sowohl von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften als auch von privaten Haushalten abgenommen hat. Die Spreads gegenüber den langfristigen Zinssätzen, bei denen im Schlussquartal 2010 eine deutliche Abnahme verzeichnet wurde, werden den Annahmen zufolge während des Projektionshorizonts nach und nach steigen und zu dessen Ende wieder ein Niveau erreicht haben, das ihrem historischen Durchschnitt entspricht. Für die Kreditangebotsbedingungen im gesamten Euroraum wird eine weitere Normalisierung erwartet, wenngleich sie die Wirtschaftstätigkeit über den Projektionszeitraum hinweg nach wie vor belasten

<sup>1</sup> Diese Projektionen werden von Experten der EZB und der nationalen Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets gemeinsam erstellt. Sie fließen halbjährlich in die Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung und der Risiken für die Preisstabilität durch den EZB-Rat ein. Weitere 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. 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. Die verwendete Methode, die auch eine Korrektur für außergewöhnliche Ereignisse beinhaltet, wird in der ebenfalls auf der Website der EZB veröffentlichten Publikation „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“ vom Dezember 2009 dargelegt.

dürften. Was die Rohstoffpreise betrifft, so wird auf der Grundlage der in den zwei Wochen bis zum Redaktionsschluss von den Terminmärkten abgeleiteten Entwicklung damit gerechnet, dass sich die Preise für Rohöl der Sorte Brent im Durchschnitt 2011 auf 111,1 USD je Barrel und 2012 auf 108,0 USD belaufen. Den Annahmen zufolge werden die in US-Dollar gerechneten Preise für Rohstoffe ohne Energie anziehen, und zwar um 20,4 % in diesem und um 1,2 % im nächsten Jahr.

Es wird davon ausgegangen, dass die bilateralen Wechselkurse über den Projektionshorizont hinweg unverändert auf dem durchschnittlichen Niveau bleiben, das im Zweiwochenzeitraum bis zum Redaktionsschluss vorherrschte. Dies impliziert einen EUR/USD-Wechselkurs von 1,42 im laufenden Jahr und von 1,43 im kommenden Jahr sowie einen effektiven Euro-Wechselkurs, der im Durchschnitt leicht steigt, und zwar um 0,8 % im Jahr 2011 und um 0,4 % im Jahr 2012.

Die finanzpolitischen Annahmen beruhen auf den nationalen Haushaltsplänen der einzelnen Länder des Eurogebiets (Stand: 24. Mai 2011). Sie umfassen alle politischen Maßnahmen, die bereits von den nationalen Parlamenten gebilligt oder von den Regierungen detailliert ausformuliert wurden und den Gesetzgebungsprozess aller Wahrscheinlichkeit nach erfolgreich durchlaufen werden.

1 Die Annahmen für Öl- und Nahrungsmittelpreise beruhen auf den Terminkontraktpreisen bis Ende des Projektionszeitraums. Für die übrigen Rohstoffe wird davon ausgegangen, dass deren Preise bis zum zweiten Quartal 2012 den Terminkontraktpreisen folgen und sich anschließend der globalen Konjunktur entsprechend entwickeln werden.

## DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD

Die Erholung der Weltwirtschaft setzt sich weiter fort und wird dabei zunehmend selbsttragend. Zwar gewinnt die wirtschaftliche Belebung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften immer mehr an Substanz, doch dürften die negativen Folgen der Finanzkrise die Stärke der Erholung weiterhin beeinträchtigen, was die Aussichten auf eine zügige Erholung am Arbeitsmarkt eintrübt. Ein vollkommen anderes Bild zeigt sich bei den rasch expandierenden aufstrebenden Volkswirtschaften: Diese Länder produzieren nahe an der Kapazitätsgrenze – in einigen Fällen wurde diese sogar überschritten –, sodass Überhitzungsdruck herrscht. Seit den letzten Projektionen vom März 2011 haben sich die politischen Unruhen im Nahen Osten und Nordafrika verschärft, und in Japan kam es zu einer Natur- und Atomkatastrophe. Obwohl durch diese Ereignisse die Unsicherheit bezüglich des weltweiten Ausblicks zunimmt, dürften sie die globale Erholung nicht aus der Bahn werfen. Für das weltweite reale BIP außerhalb des Eurogebiets wird ein Anstieg von 4,5 % in diesem Jahr auf 4,7 % im Jahr 2012 projiziert. Den Schätzungen zufolge werden die Exportmärkte des Euroraums im laufenden Jahr um 8,3 % und im Folgejahr um 7,9 % wachsen.

## PROJEKTIONEN ZUM WACHSTUM DES REALEN BIP

War die Expansion des realen BIP in der zweiten Jahreshälfte 2010 noch relativ verhalten ausgefallen, so legte es im ersten Vierteljahr 2011 mit einem Zuwachs von 0,8 % gegenüber dem Vorquartal kräftig zu. Die Betrachtung der einzelnen BIP-Komponenten deutet darauf hin, dass die Binnennachfrage und insbesondere die Investitionen in diesem Zeitraum in erheblichem Maße zum Wachstum des realen BIP beitrugen. Vor allem die Bautätigkeit scheint die durch ungünstige Witterungsverhältnisse bedingte Schwäche des Schlussquartals 2010 überwunden zu haben. Mit dem Nachlassen dieses temporären positiven Effekts wird sich das Wachstum des realen BIP im zweiten Quartal voraussichtlich abschwächen. Auf längere Sicht wird sich die Wirtschaftstätigkeit den Projektionen zufolge weiter erholen, wobei sie in erster Linie von der anhaltenden globalen Nachfrage und der sich belebenden Investitionstätigkeit gestützt wird. Es wird erwartet, dass die Binnennachfrage eine immer wichtigere Rolle für den Anstieg des realen BIP spielt, während der entsprechende Beitrag des Außenhandels über den Projektionshorizont hinweg geringer, wenngleich weiterhin positiv ausfallen dürfte. Insgesamt wird damit gerechnet, dass sich das reale BIP – dem diesbezüglichen Verlaufsmuster bei früheren Finanzkrisen entsprechend – nur langsam erholt und erst im Lauf des nächsten Jahres wieder sein Vorkrisenniveau erreicht. Das Jahreswachstum des realen BIP dürfte im laufenden Jahr 1,5 % bis 2,3 % und im kommenden Jahr 0,6 % bis 2,8 % betragen.

Für 2011 wird ein verhaltenes Wachstum der privaten Konsumausgaben projiziert, da die steigenden Rohstoffpreise sich negativ auf den Zuwachs des real verfügbaren Einkommens auswirken. Für die Zeit danach wird mit einem nachlassenden Inflationsdruck und steigender Beschäftigung sowie einer Erhöhung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer gerechnet, wodurch das real verfügbare Einkommen zunehmen und infolgedessen der private Konsum eine Belebung erfahren dürfte. Den Projektionen zufolge wird die Sparquote im laufenden Jahr aufgrund des gestärkten Vertrauens sinken und anschließend weitgehend unverändert bleiben. Da sich bei der Beschäftigungslage nur eine allmähliche Verbesserung einstellt, dürfte die Arbeitslosenquote über weite Strecken des Jahres 2011 gleich bleiben und danach langsam zurückgehen.

Was die privaten Investitionen (ohne Wohnungsbau) anbelangt, so wird davon ausgegangen, dass diese im Verlauf des Projektionszeitraums – gestützt von dem hohen Unternehmervertrauen, einer graduellen Nachfragebelebung, aufkommenden Kapazitätsengpässen sowie Lockerungen bei den Finanzierungsbedingungen – relativ kräftig steigen. Bei den Wohnungsbauinvestitionen wird hingegen angesichts der in einigen Ländern stattfindenden Anpassungen der Wohnimmobilienmärkte bis 2012 mit eher verhaltenen Zuwachsraten gerechnet. Vor dem Hintergrund der in mehreren Euro-Ländern angekündigten Maßnahmenpakete zur Haushaltskonsolidierung wird angenommen, dass die staatlichen Investitionen über den Projektionszeitraum hinweg abnehmen.

Was die Auslandsnachfrage betrifft, bei der 2010 ein kräftiger Anstieg verzeichnet wurde, so wird erwartet, dass sich das Tempo des Exportwachstums verlangsamt, aber 2011 und 2012 relativ robust bleibt. In Bezug auf die Einfuhren wird eine ähnliche Entwicklung projiziert. Alles in allem dürfte der Beitrag des Außenhandels zum BIP-Wachstum über den Projektionshorizont hinweg abnehmen, aber weiterhin positiv ausfallen.

**Tabelle 1 Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet**

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)<sup>1), 2)</sup>

	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
HVPI	1,6	2,5 bis 2,7	1,1 bis 2,3
Reales BIP	1,7	1,5 bis 2,3	0,6 bis 2,8
Private Konsumausgaben	0,8	0,6 bis 1,2	0,4 bis 2,2
Konsumausgaben des Staates	0,6	-0,4 bis 0,6	-0,5 bis 0,9
Bruttoanlageinvestitionen	-0,9	2,0 bis 4,2	1,1 bis 5,9
Ausfuhr (Warenhandel und Dienstleistungen)	11,1	5,8 bis 9,6	2,6 bis 10,6
Einfuhr (Warenhandel und Dienstleistungen)	9,3	4,3 bis 7,9	2,6 bis 10,0

1) Die Projektionen für das reale BIP und seine Komponenten beziehen sich auf arbeitstäglich bereinigte Daten. Die Projektionen für die Ein- und Ausfuhr beinhalten den Handel innerhalb des Euroraums.

2) Mit Ausnahme der HVPI-Daten für 2010 beziehen sich die Angaben auf das Eurogebiet einschließlich Estlands. Die durchschnittlichen prozentualen Veränderungen des HVPI im Jahr 2011 gegenüber dem Vorjahr beruhen auf einer Zusammensetzung des Euro-Währungsgebiets, in der Estland bereits 2010 enthalten ist.

Die Krise dürfte das Potenzialwachstum beeinträchtigt haben, wenngleich es äußerst schwierig ist, das genaue Ausmaß dieser Auswirkungen zu bestimmen. Aus diesem Grund sind die Projektionen hinsichtlich des Potenzialwachstums und folglich auch jene für die Produktionslücke mit einer noch größeren Unsicherheit behaftet als sonst. Nichtsdestotrotz wird erwartet, dass sich das Potenzialwachstum über den Projektionszeitraum hinweg etwas erholt, wenngleich die Wachstumsraten aufgrund der geringeren Beiträge der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital deutlich unter Vorkrisenniveau liegen

dürften. Die hieraus resultierende geschätzte negative Produktionslücke dürfte sich über den Projektionshorizont hinweg verringern.

## AUSSICHTEN FÜR PREISE UND KOSTEN

Den Projektionen zufolge bleibt die HVPI-Gesamtinflation bis Anfang 2012 über der 2 %-Marke, was in erster Linie durch die deutliche Zunahme des Ölpreises in jüngster Zeit bedingt ist. Danach dürfte der von den Rohstoffpreisen ausgehende Inflationsdruck abnehmen. Mit dem Nachlassen des direkten Einflusses der jüngsten Preissteigerungen bei den Rohstoffen dürfte die durchschnittliche jährliche Gesamtinflation sinken. Der inländische Preisdruck hingegen wird den Erwartungen zufolge steigen, und zwar aufgrund einer höheren Kapazitätsauslastung, der angespannteren Lage am Arbeitsmarkt und des Umstands, dass nach und nach frühere Erhöhungen der Rohstoffpreise zum Teil weitergegeben werden. Die Gesamtinflationsrate nach dem HVPI dürfte sich in diesem Jahr auf durchschnittlich 2,5 % bis 2,7 % und im folgenden Jahr auf 1,1 % bis 2,3 % belaufen. Die Wachstumsrate des HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie wird den Projektionen zufolge über den gesamten Projektionszeitraum hinweg allmählich steigen.

Im Hinblick auf den außenwirtschaftlichen Preisdruck, der im ersten Vierteljahr 2011 hauptsächlich infolge der weltweit steigenden Rohstoffpreise stark zunahm, wird für den weiteren Verlauf des Projektionshorizonts eine Abschwächung erwartet. In diesem Verlauf spiegeln sich großteils die angenommene Verlangsamung der Entwicklung der Rohstoffpreise und die jüngst verzeichnete Aufwertung des Euro wider. Für den inländischen Preisdruck hingegen wird mit einer leichten Erhöhung im Verlauf des Projektionszeitraums gerechnet. Den Projektionen zufolge wird das nominale Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer nach und nach steigen, was auf die verbesserte Lage am Arbeitsmarkt und in begrenztem Maße auch auf die verzögerten Auswirkungen der 2011 verzeichneten höheren Steigerungsrate der Verbraucherpreise – Letztere zum Teil bedingt durch Lohnindexierungsmechanismen in einigen Euro-Ländern – zurückzuführen ist. Aufgrund der unterschiedlichen Laufzeiten der ausgehandelten Nominallöhne und des starken Anstiegs der Verbraucherpreise wird projiziert, dass das reale Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer 2011 sinkt, bevor es sich im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums wieder etwas erholt. Das Wachstum der Lohnstückkosten, das 2010 zurückgegangen war, wird 2011 voraussichtlich wieder in den positiven Bereich zurückkehren und 2012 dann aufgrund geringerer Arbeitsproduktivitätsgewinne und der allmählichen Zunahme des Wachstums des nominalen Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer steigen. Die Gewinnmargen, bei denen im vergangenen Jahr eine deutliche Erholung verzeichnet wurde, dürften 2011 ein geringeres Wachstum aufweisen, das sich danach aber wieder etwas beschleunigt. Der anfängliche Rückgang der Gewinnmargen spiegelt teilweise eine gewisse Pufferung der Umkehr bei den Lohnstückkosten wider, während der anschließende Anstieg durch die Aufhellung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage bedingt ist. Dennoch wird davon ausgegangen, dass die Gewinnmargen über den Projektionszeitraum hinweg unterhalb des Niveaus von 2007 bleiben. Auf der Grundlage der bereits angekündigten Maßnahmen ist davon auszugehen, dass die indirekten Steuern sowie Erhöhungen der administrierten Preise 2011 ebenfalls zu einem Anstieg der HVPI-Inflation beitragen.

## VERGLEICH MIT DEN PROJEKTIONEN VOM MÄRZ 2011

Bei einem Vergleich mit den im Monatsbericht vom März 2011 veröffentlichten, von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen zeigt sich, dass die Projektionsbandbreite für das Wachstum des realen BIP im Jahr 2011 nach oben korrigiert wurde, was in erster Linie darauf zurückzuführen ist, dass sich das BIP im ersten Quartal des laufenden Jahres günstiger entwickelte als zuvor erwartet. Die diesbezügliche Bandbreite für 2012 ist weitgehend unverändert. Was die HVPI-Inflation anbelangt, so wurde bei der Projektionsbandbreite für 2011 – vor allem aufgrund der höheren Energiepreise – ebenfalls eine Aufwärtskorrektur vorgenommen. Die entsprechende Bandbreite für das kommende Jahr hat sich etwas verringert.

**Tabelle 2 Vergleich mit den Projektionen vom März 2011**

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)

	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Reales BIP – März 2011	1,3 bis 2,1	0,8 bis 2,8
Reales BIP – Juni 2011	1,5 bis 2,3	0,6 bis 2,8
HVPI – März 2011	2,0 bis 2,6	1,0 bis 2,4
HVPI – Juni 2011	2,5 bis 2,7	1,1 bis 2,3

## **Kasten 2**

### **PROGNOSEN ANDERER INSTITUTIONEN**

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

In den derzeit von anderen Institutionen vorliegenden Prognosen wird von einem Wachstum des realen BIP des Euroraums in Höhe von 1,6 % bis 2,0 % im laufenden Jahr und von 1,7 % bis 2,0 % im Jahr 2012 ausgegangen. Alle diese Prognosen liegen innerhalb der Bandbreiten der von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen.

Was die Teuerungsrate betrifft, so deuten die Prognosen anderer Institutionen darauf hin, dass die jährliche Preissteigerung nach dem HVPI 2011 im Schnitt zwischen 2,3 % und 2,6 % und 2012 zwischen 1,6 % und 1,9 % liegen wird. Mit Ausnahme der Prognose des IWF bezüglich der diesjährigen HVPI-Inflation, die auf anderen Annahmen für die Rohstoffpreise beruht, befinden sich sämtliche Prognosen innerhalb der Bandbreiten der Projektionen der Experten des Eurosystems.

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

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Datum der Veröffentlichung	BIP-Wachstum		HVPI-Inflation	
		2011	2012	2011	2012
IWF	April 2011	1,6	1,8	2,3	1,7
Survey of Professional Forecasters	Mai 2011	1,7	1,7	2,5	1,9
Consensus Economics	Mai 2011	1,7	1,7	2,5	1,9
OECD	Mai 2011	2,0	2,0	2,6	1,6
Europäische Kommission	Mai 2011	1,6	1,8	2,6	1,8
Von Experten des Eurosystems erstellte Projektionen	Juni 2011	1,5 bis 2,3	0,6 bis 2,8	2,5 bis 2,7	1,1 bis 2,3

Quellen: Frühjahrsprognose 2011 der Europäischen Kommission; IWF, World Economic Outlook, April 2011; OECD, Wirtschaftsausblick, Mai 2011; Prognosen von Consensus Economics und Survey of Professional Forecasters der EZB.

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

© Europäische Zentralbank, 2011

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.