



Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2016¹

1 Aussichten für das Euro-Währungsgebiet: Übersicht und wesentliche Aspekte

Die wirtschaftliche Erholung im Euro-Währungsgebiet dürfte sich fortsetzen, wenngleich weniger dynamisch als zuvor erwartet. Das verhaltenere Tempo ist auf das nachlassende globale Wachstum und eine Aufwertung des effektiven Euro-Wechselkurses zurückzuführen. Im Jahresdurchschnitt betrachtet wird das reale BIP den Projektionen zufolge 2016 um 1,4 %, 2017 um 1,7 % und 2018 um 1,8 % steigen. Nach einem weiteren starken Rückgang der Ölpreise wurden die Projektionen für die HVPI-Inflation für 2016 auf 0,1 % und für 2017 moderater auf 1,3 % nach unten korrigiert. Für 2018 wird erwartet, dass die Inflation weiter auf 1,6 % steigt.

Die kurzfristigen Aussichten für das reale BIP-Wachstum haben sich aufgrund der in jüngster Zeit stärkeren negativen Einflüsse eingetrübt. Diese Einflüsse stehen im Zusammenhang mit ungünstigen Entwicklungen der globalen Konjunktur, insbesondere in den aufstrebenden Volkswirtschaften, einer Aufwertung des effektiven Euro-Wechselkurses und einer steigenden Unsicherheit, die zu einer höheren Volatilität der Finanzmärkte geführt hat. Berücksichtigt man ferner das im Januar und Februar gesunkene Unternehmer- und Verbrauchervertrauen, haben sich die kurzfristigen Aussichten für das reale BIP-Wachstum seit den Projektionen vom Dezember verschlechtert.

Dennoch dürfte eine Reihe begünstigender Faktoren die Fortsetzung der wirtschaftlichen Erholung unterstützen. Der akkommodierende geldpolitische Kurs der EZB, der im Dezember 2015 durch die Bekanntgabe zusätzlicher geldpolitischer Maßnahmen verstärkt wurde, wirkt weiterhin auf die Wirtschaft durch.

¹ 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 technische Annahmen beispielsweise zu den Ölpreisen und Wechselkursen war der 15. Februar 2016 (siehe Kasten 2); Redaktionsschluss für die in den vorliegenden Projektionen enthaltenen sonstigen Daten war der 25. Februar 2016. Die aktuellen gesamtwirtschaftlichen Projektionen beziehen sich auf den Zeitraum von 2016 bis 2018. Bei der Interpretation ist zu berücksichtigen, dass Projektionen für einen so langen Zeitraum mit einer sehr hohen Unsicherheit behaftet sind. Siehe EZB, „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet – eine Bewertung“, Monatsbericht Mai 2013.

Der private Konsum dürfte sich 2016 infolge des kürzlich erneut starken Rückgangs der Ölpreise und der anhaltenden Aufhellung der Arbeitsmarktlage positiv entwickeln. Die weltweite Erholung dürfte ferner, zum Teil bedingt durch Akzeleratoreffekte, zu allmählich steigenden Investitionen beitragen. Auch die leichte finanzpolitische Lockerung, die teilweise im Zusammenhang mit dem Zustrom an Flüchtlingen zu sehen ist, dürfte der Binnennachfrage zugute kommen.

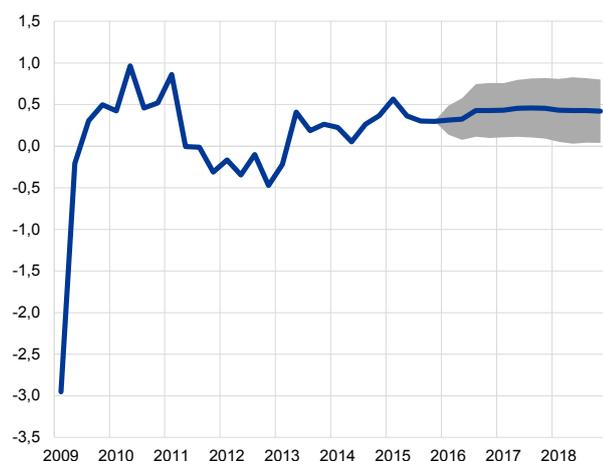
Die Entwicklung der Gesamtinflation über den Projektionszeitraum hinweg dürfte wesentlich vom Profil der Energiepreiskomponente der HVPI-Inflation bestimmt werden. Angesichts des weiteren Verfalls der Ölpreise in den letzten Monaten dürfte die Energiepreiskomponente der HVPI-Inflationsrate 2016 negativ ausfallen. 2017 sollte sie sich jedoch aufgrund kräftiger aufwärtsgerichteter Basiseffekte und der auf den Preisen für Terminkontrakte basierenden Annahme steigender Ölpreise ins Positive kehren. Gleichzeitig dürfte die HVPI-Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie in den kommenden Jahren allmählich anziehen, wenn sich die Verbesserung der Arbeitsmarktbedingungen und die abklingende wirtschaftliche Unterauslastung in höheren Löhnen und Gewinnmargen niederschlagen. Darüber hinaus dürften die verzögerten Auswirkungen der letzten starken Euro-Abwertung und indirekte Effekte aus den erwarteten Preissteigerungen für Energie und sonstige Rohstoffe zusammen mit den schwindenden Abwärtseffekten aus deren vorhergehenden Rückgängen den Anstieg der HVPI-Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie stützen.

Abbildung 1
Gesamtwirtschaftliche Projektionen¹⁾

(Quartalswerte)

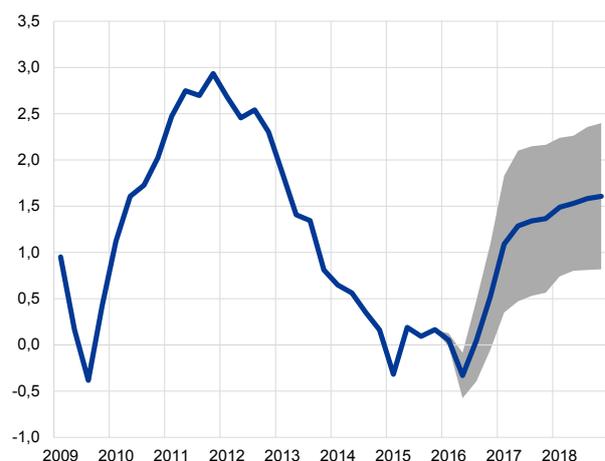
Reales BIP des Euro-Währungsgebiets²⁾

(Veränderungen gegen Vorquartal in %)



HVPI des Euro-Währungsgebiets

(Veränderungen gegen Vorjahr 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.

2 Realwirtschaft

Die konjunkturelle Erholung im Euroraum dürfte sich fortsetzen, wenngleich etwas weniger dynamisch als zuvor erwartet. Das reale BIP behielt seine moderate Dynamik im letzten Quartal 2015 mit einem Plus von 0,3 % gegenüber dem Vorquartal bei. Die jüngsten Verbraucher- und Geschäftsklimaindikatoren verschlechterten sich, deuten jedoch nach wie vor auf ein anhaltend mäßiges Wirtschaftswachstum in der ersten Jahreshälfte 2016 hin.

Die niedrigen Ölpreise des Jahres 2016 werden sich den Projektionen zufolge stark zugunsten der privaten Konsumausgaben auswirken. Den Annahmen zufolge dürften die in USD gerechneten Ölpreise 2016 durchschnittlich bei 34,9 USD pro Barrel und damit 33 % unter der Projektion vom Dezember liegen (siehe Kasten 1). Die nominal verfügbaren Einkommen dürften, gestützt durch das stetige Beschäftigungswachstum und den kräftigeren Anstieg des nominalen Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer, über den Projektionszeitraum hinweg zunehmen, wobei auch die sonstigen privaten Einkünfte positiv dazu beitragen dürften. Es wird damit gerechnet, dass sich das Wachstum der real verfügbaren Einkommen infolge der erwarteten Beschleunigung der Energiepreis-inflation 2017 verlangsamt. Über den gesamten Projektionszeitraum hinweg dürften niedrige Finanzierungskosten und moderat steigende Nettovermögen der privaten Haushalte, beides verstärkt durch das jüngste geldpolitische Maßnahmenpaket der EZB, den privaten Konsum stützen. Insgesamt dürfte das jährliche Wachstum der privaten Konsumausgaben von 1,6 % im Jahr 2015 auf 1,9 % im Jahr 2016 steigen, bevor es 2017 auf 1,8 % bzw. 2018 auf 1,6 % zurückgeht.

Kasten 1

Technische Annahmen im Hinblick auf Zinssätze, Wechselkurse und Rohstoffpreise

Gegenüber den Projektionen vom Dezember beziehen sich die wichtigsten Änderungen der technischen Annahmen auf die bedeutend niedrigeren auf US-Dollar lautenden Ölpreise, einen Anstieg des effektiven Euro-Wechselkurses um 5 % sowie niedrigere kurz- und langfristige Marktzinsen im Euro-Währungsgebiet.

Technische Annahmen

	März 2016				Dezember 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Dreimonats-EURIBOR (in % p. a.)	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (in % p. a.)	1,2	1,2	1,4	1,7	1,2	1,4	1,7
Ölpreise (in USD/Barrel)	52,5	34,9	41,2	44,9	53,8	52,2	57,5
Preise für Rohstoffe ohne Energie (in USD) (Veränderung gegen Vorjahr in %)	-19,9	-14,8	3,0	4,7	-18,7	-5,2	4,1
USD/EUR-Wechselkurs	1,11	1,11	1,12	1,12	1,11	1,09	1,09
Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro (EWK-38) (Veränderung gegen Vorjahr in %)	-7,1	4,8	0,2	0,0	-7,1	0,1	0,0

Die technischen Annahmen bezüglich der Zinssätze und der Rohstoffpreise beruhen auf den Markterwartungen; Redaktionsschluss war der 15. Februar 2016. Die Kurzfristzinsen beziehen sich auf den Dreimonats-EURIBOR, wobei die Markterwartungen von den Zinssätzen für Terminkontrakte abgeleitet werden. Bei Anwendung dieser Methode ergibt sich für die Kurzfristzinsen ein Durchschnittsniveau von -0,3 % in den Jahren 2016 und 2017 sowie von -0,2 % im Jahr 2018. Die Markterwartungen bezüglich der nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet implizieren ein durchschnittliches Niveau von 1,2 % im laufenden, 1,4 % im nächsten und 1,7 % im übernächsten Jahr.² Aufgrund der Entwicklung der Terminzinsen und des allmählichen Durchwirkens von Marktziinsänderungen auf die Kreditzinsen dürften die zusammengefassten Bankzinsen für Kredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor im Euroraum 2016 leicht rückläufig sein, 2017 weitgehend unverändert bleiben und 2018 moderat ansteigen. Was die Rohstoffpreise betrifft, so wird anhand der von den Terminmärkten in den zwei Wochen bis zum Redaktionsschluss am 15. Februar 2016 abgeleiteten Entwicklung damit gerechnet, dass der Preis für Rohöl der Sorte Brent von 52,5 USD im Jahr 2015 auf 34,9 USD im Jahr 2016 sinkt. 2017 dürfte er auf 41,2 USD bzw. 2018 auf 44,9 USD ansteigen (jeweils pro Barrel). Er liegt damit für das Jahr 2016 um 17 USD und für das Jahr 2017 um 16 USD unter den Projektionen vom Dezember. Den Annahmen zufolge werden die in US-Dollar gerechneten Preise für Rohstoffe ohne Energie 2016 deutlich zurückgehen und 2017 und 2018 wieder leicht anziehen.³ Es wird angenommen, dass die bilateralen Wechselkurse über den Projektionshorizont hinweg unverändert auf dem Durchschnittsniveau bleiben, das im Zweiwochenzeitraum bis zum Redaktionsschluss am 15. Februar vorherrschte. Dies impliziert einen durchschnittlichen USD/EUR-Wechselkurs von 1,11

² 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.

³ 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 ersten Quartal 2017 den Terminkontraktpreisen folgen und sich anschließend der globalen Konjunktur entsprechend entwickeln werden.

im Jahr 2016 und 1,12 in den Jahren 2017 und 2018 gegenüber 1,09 in der Projektion vom Dezember. Den Annahmen zufolge wird der effektive Wechselkurs des Euro (gegenüber 38 Handelspartnern) über den Projektionszeitraum hinweg um 5 % aufwerten.

Die Entwicklung der Sparquote der privaten Haushalte dürfte in erster Linie von der Konsumglättung angesichts der Ölpreisentwicklung abhängen. Den Schätzungen zufolge wird sich die Sparquote 2016 erhöhen, wenn die ölpreisbedingten Zuwächse bei den Realeinkommen zeitlich gestaffelt auf die Konsumausgaben durchschlagen. Dieser Effekt dürfte 2017 teilweise wieder revidiert werden. Über den restlichen Projektionshorizont wird die Sparquote dann voraussichtlich stagnieren. Der im Großen und Ganzen flache Verlauf der Sparquote spiegelt die konträren Entwicklungen in den Ländern des Euroraums wider. In einigen Ländern dürfte aufgrund der nach wie vor hohen Arbeitslosigkeit, der erhöhten Bruttoverschuldung und der Auswirkungen des sehr niedrigen Zinsniveaus bei pensionsbezogenen Ersparnissen ein gewisser Aufwärtsdruck anhalten. In anderen Ländern wird erwartet, dass ein Abwärtsdruck auf die Ersparnisse vorherrscht. Zum einen sollte die allmählich sinkende Arbeitslosigkeit das Vorsichtssparen dämpfen und es so privaten Haushalten ermöglichen, größere Anschaffungen zu tätigen, die möglicherweise zuvor aufgeschoben wurden. Zum anderen wirken sich sehr niedrige Zinserträge durch einen intertemporalen Substitutionseffekt negativ auf das Sparverhalten aus.

Die Wohnungsbauinvestitionen im Eurogebiet dürften anziehen – wenn auch ausgehend von einem sehr niedrigen Niveau. Die Erholung im Wohnungsbau dürfte durch das anhaltende Wachstum des real verfügbaren Einkommens und die sehr niedrigen Hypothekenzinsen gestützt werden. Darüber hinaus scheinen die Anpassungsprozesse in den Wohnimmobilienmärkten mehrerer Länder beendet zu sein und die Preisaussichten für Wohnimmobilien haben sich verbessert. Dennoch dürfte die hohe Verschuldung der privaten Haushalte in vielen Ländern wahrscheinlich eine starke Zunahme der Wohnungsbauinvestitionen verhindern. Angesichts der erwarteten moderaten Erholung der Investitionen in Wohnimmobilien dürften diese 2018 insgesamt gesehen weiterhin rund 20 % unter ihrem Höchstwert aus 2007 liegen.

Bei den Unternehmensinvestitionen wird mit einer verhaltenen Erholung gerechnet. Die Aussichten in Bezug auf Unternehmensinvestitionen dürften auf kurze Sicht durch die jüngste Finanzmarktvolatilität und das schwächere Wirtschaftswachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften beeinträchtigt werden. Dennoch sollte eine Reihe von Faktoren mit der Zeit investitionsfördernd wirken. Mit dem sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs, Akzeleratoreffekten im Zusammenhang mit der projizierten Zunahme der Nachfrage, der Notwendigkeit zur Modernisierung des Kapitalstocks nach Jahren verhaltener Investitionen, expansiven finanzpolitischen Maßnahmen in bestimmten Ländern und steigenden Gewinnaufschlägen vor dem Hintergrund eines bereits sehr liquiden Sektors nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften werden den Projektionen zufolge die

Investitionsausgaben zunehmen. Des Weiteren dürfte sich der Druck durch das Deleveraging der Unternehmen im Eurogebiet über den Projektionszeitraum hinweg insgesamt weniger hemmend auf Unternehmensinvestitionen auswirken als in der Vergangenheit. Der Verschuldungsgrad ist in der Tat gegenüber den während der Krise beobachteten Höchstständen erheblich zurückgegangen und liegt weiterhin deutlich unter dem historischen Durchschnitt. Die Erholung der Unternehmensinvestitionen wird jedoch noch durch verbleibende Finanzengpässe und eine hohe Verschuldung in einigen Ländern sowie durch Erwartungen eines niedrigeren Produktionspotenzials gebremst.

Die Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums dürften von einer erwarteten Erholung der Auslandsnachfrage (siehe Kasten 2) und den verzögerten Auswirkungen der vorangegangenen Abwertung des Euro profitieren. Nach der jüngsten Abschwächung wird sich das Wachstum der Exporte in Länder außerhalb des Euroraums den Projektionen zufolge 2016 allmählich erholen und danach weiter an Dynamik gewinnen, wobei es leicht über dem erwarteten Anstieg der Auslandsnachfrage liegen dürfte. Die Exportmarktanteile dürften aufgrund der verzögerten Auswirkungen vergangener Steigerungen der Wettbewerbsfähigkeit über den Projektionshorizont hinweg leicht steigen. Das Wachstum der Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums wird infolge der steigenden Binnennachfrage voraussichtlich etwas höher als das Wachstum der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums ausfallen. Der Leistungsbilanzüberschuss dürfte von 3,0 % des BIP in den Jahren 2015 und 2016 auf 2,5 % im Jahre 2018 sinken.

Das reale BIP wird den Projektionen zufolge 2016 insgesamt um 1,4 %, 2017 um 1,7 % und 2018 um 1,8 % steigen.

Kasten 2

Das außenwirtschaftliche Umfeld

Die Entwicklung sowohl in den fortgeschrittenen als auch den aufstrebenden Volkswirtschaften fiel schwächer aus als Ende 2015 erwartet, womit sich bestätigte, dass die globale Wachstumsdynamik weiterhin fragil ist. Nachdem die globale Konjunktur zur Jahreswende an Dynamik verloren hatte, wird sie den Projektionen zufolge allmählich in moderatem Tempo expandieren. Grund hierfür sind die nach wie vor robusten Wachstumsaussichten in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften und das erwartete stetige Nachlassen der tiefen Rezession in einigen großen Schwellenländern. Angesichts günstiger Finanzierungsbedingungen und der Aufhellung am Arbeitsmarkt dürften die Aussichten für fortgeschrittene Volkswirtschaften freundlich bleiben. Darüber hinaus könnte das gestiegene Verbrauchervertrauen in einigen wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften günstige Wachstumsperspektiven implizieren. Demgegenüber bleiben die mittelfristigen Aussichten für aufstrebende Volkswirtschaften eher unsicher. Zur Verlangsamung des Trendwachstums der chinesischen Wirtschaft und den negativen Übertragungseffekten auf andere Schwellenländer, vor allem in Asien, kommt hinzu, dass Rohstoffexporteure ihre makroökonomische Anpassung angesichts der niedrigeren Rohstoffpreise fortsetzen müssen. Darüber hinaus sind diese

Volkswirtschaften mit einem Umfeld anziehender externer Finanzierungsbedingungen, die mit der Normalisierung der US-Geldpolitik einhergehen, größerer politischer Unsicherheit und zunehmenden geopolitischen Spannungen konfrontiert.

Der Welthandel verzeichnete in jüngster Zeit eine enttäuschende Entwicklung und dürfte über den Projektionszeitraum hinweg nur langsam wachsen. Das Profil der globalen Einfuhren und der Auslandsnachfrage des Eurogebiets dürfte im Vergleich zum globalen BIP über den Projektionszeitraum hinweg recht schwach sein. Es wird damit gerechnet, dass das Wachstum der Auslandsnachfrage des Eurogebiets von 0,4 % im Jahr 2015 auf 2,2 % im Jahr 2016, 3,8 % im Jahr 2017 und schließlich auf 4,1 % im Jahr 2018 ansteigt. Im Vergleich dazu bewegt sich die durchschnittliche Jahreswachstumsrate im Zeitraum 1999-2007 in der Größenordnung von 7,7 %.

Das außenwirtschaftliche Umfeld

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	März 2016				Dezember 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Globales reales BIP (ohne Euro-Währungsgebiet)	3,1	3,2	3,8	3,9	3,1	3,6	3,9
Welthandel (ohne Euro-Währungsgebiet) ¹⁾	0,7	2,2	3,8	4,1	0,5	2,9	3,8
Auslandsnachfrage des Euro-Währungsgebiets ²⁾	0,4	2,2	3,8	4,1	-0,1	2,7	3,8

1) Berechnet als gewichteter Durchschnitt der Importe.

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

Verglichen mit den im Dezember veröffentlichten Projektionen wurden Angaben zur weltweiten Wirtschaftstätigkeit nach unten korrigiert, insbesondere für 2016. Auch die Auslandsnachfrage des Eurogebiets für das Jahr 2016 wurde deutlich nach unten korrigiert.

Da das tatsächliche BIP-Wachstum den Erwartungen zufolge deutlich über dem Produktionspotenzial liegen wird, dürfte sich die Produktionslücke über den Projektionshorizont hinweg stetig verringern. Das Wachstum des Produktionspotenzials wird über den Projektionszeitraum hinweg voraussichtlich leicht auf knapp über 1 % steigen und damit weit unter dem Vorkrisenniveau liegen.

Die Arbeitsmarktbedingungen im Euro-Währungsgebiet dürften sich weiter verbessern. Die Beschäftigung dürfte über den Projektionshorizont hinweg weiter steigen, wenn auch aufgrund der schwächeren wirtschaftlichen Erholung in einem etwas geringeren Tempo als zuvor erwartet. Lohnzurückhaltung und vorangegangene Arbeitsmarktreformen dürften das Beschäftigungswachstum über den Projektionszeitraum hinweg stützen. Die Zahl der Erwerbspersonen wird über den Projektionshorizont voraussichtlich kräftig steigen. Grund hierfür sind der anhaltende Zustrom von Flüchtlingen und nachlassende Entmutigungseffekte. Die im Januar 2016 auf 10,3 % gesunkene Arbeitslosenquote dürfte weiter zurückgehen.

Die Wachstumsaussichten für das reale BIP wurden gegenüber den Projektionen vom Dezember nach unten revidiert. Diese Korrektur ergibt sich aus den kombinierten Negativeffekten der niedrigeren Auslandsnachfrage des Euroraums und des gestiegenen Euro-Wechselkurses auf das Exportwachstum sowie den Auswirkungen der höheren Finanzmarktvolatilität und der schwächeren

Stimmungsindikatoren in Bezug auf die kurzfristigen Aussichten. Zusammengefasst dürfte diese ungünstige Konstellation die positiven Auswirkungen der niedrigeren Ölpreise und jüngsten zusätzlichen geldpolitischen Maßnahmen auf die Binnennachfrage mehr als aufheben.

3 Preise und Kosten

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge (veröffentlicht nach Redaktionsschluss für die in den vorliegenden Projektionen enthaltenen jüngsten Daten) lag die Teuerung nach dem HVPI im Februar 2016 bei -0,2 % und damit 0,3 Prozentpunkte unter dem Wert vom November 2015. Grund hierfür war ein Rückgang bei allen Hauptkomponenten. Als wesentlicher Negativbeitrag, der im Zusammenhang mit dem jüngsten Einbruch der Ölpreise steht, erwies sich die Energiepreiskomponente der HVPI-Inflationsrate mit 0,8 Prozentpunkten. Sie wird die Gesamtinflation für 2016, die im Jahresdurchschnitt bei 0,1 % liegen dürfte, voraussichtlich weiterhin in erheblichem Maße dämpfen. Die HVPI-Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie wird den Projektionen zufolge leicht von 0,8 % im Jahr 2015 auf 1,1 % im laufenden Jahr zulegen, jedoch aufgrund der indirekten Auswirkungen der niedrigeren Ölpreise, der jüngsten effektiven Aufwertung des Euro und der anhaltenden Konjunkturschwäche nach wie vor eher verhalten ausfallen.

Der erwartete deutliche Anstieg der Teuerung nach dem HVPI im Jahr 2017 auf 1,3 % lässt sich überwiegend durch Basiseffekte aus den Rohstoffpreisen erklären. Sobald der starke Rückgang bei den Öl- und Energiepreisen aus dem Jahresvergleich herausfällt, dürften aufwärtsgerichtete Basiseffekte und angenommene weitere Steigerungen bei den Rohstoffpreisen 2017 zu einem höheren externen Preisdruck führen.

Das Lohnwachstum war bislang moderat, dürfte jedoch über den Projektionszeitraum hinweg allmählich anziehen. Während hohe Arbeitslosigkeit und niedrige Produktivitätszuwächse das Lohnwachstum bisher begrenzt haben, ist damit zu rechnen, dass ein über den Projektionszeitraum hinweg anhaltendes Beschäftigungswachstum zu einer Verringerung der Flaute am Arbeitsmarkt führen dürfte. Darüber hinaus dürfte der projizierte Inflationsanstieg Lohnerhöhungen unterstützen, vor allem gegen Ende des Projektionszeitraums. Das Lohnwachstum dürfte allerdings auch infolge des anhaltend schwachen Produktivitätswachstums verhalten bleiben.

Den Gewinnmargen dürften die anhaltende Konjunkturerholung und die niedrigeren Ölpreise zugutekommen. Die für die kommenden Jahre prognostizierte weitere Belebung der Binnennachfrage und der Rückgang der wirtschaftlichen Unterauslastung dürften den Unternehmen eine stärkere Preissetzungsmacht zugunsten ihrer Gewinnmargen bescheren. Zudem dürften die Gewinnmargen weiterhin von den unerwarteten Mehreinnahmen aufgrund der niedrigeren Ölpreise im Jahr 2016 profitieren.

Es ist davon auszugehen, dass die HVPI-Inflationsrate aufgrund des zunehmenden binnenwirtschaftlichen Preisdrucks bis auf 1,6 % im Jahr 2018 ansteigt.

Gegenüber den Projektionen vom Dezember wurden die Aussichten für die HVPI-Inflation nach unten korrigiert, insbesondere für das Jahr 2016. Die Abwärtskorrektur der Preissteigerungsrate ist größtenteils auf den erheblich schwächeren externen Preisdruck zurückzuführen, der insbesondere damit zusammenhängt, dass die Ölpreise viel niedriger und der effektive Euro-Wechselkurs etwas stärker als zuvor angenommen ausfallen. Darüber hinaus trägt auch das gegenüber früheren Projektionen moderatere Lohnwachstum zur Abwärtskorrektur bei.

4 Haushaltsaussichten

Der finanzpolitische Kurs dürfte im Zeitraum bis 2017 expansiv sein und 2018 neutraler werden. Die Messgröße hierfür ist die Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos nach Abzug der staatlichen Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor. Der expansive finanzpolitische Kurs im Zeitraum bis 2017 ist in erster Linie auf die Senkung direkter Steuern in manchen Ländern sowie Ausgaben im Zusammenhang mit der Flüchtlingskrise zurückzuführen.

Über den Projektionszeitraum hinweg dürfte sich das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit bei rund 2 % des BIP stabilisieren und die Schuldenquote leicht zurückgehen. Der positive Beitrag der zyklischen Komponente und geringerer Zinszahlungen zum Finanzierungssaldo dürfte, insbesondere im Jahr 2016, durch die Lockerung des finanzpolitischen Kurses ausgeglichen werden. Im Zeitraum bis 2018 dürfte der allmähliche Abbau des öffentlichen Schuldenstands – vor dem Hintergrund der projizierten konjunkturellen Erholung und angenommener niedriger Zinssätze – vor allem durch das günstige Wachstum/Zins-Differenzial gestützt werden. Auch niedrige Primärüberschüsse dürften sich günstig auf die erwartete Entwicklung der Verschuldung auswirken.

Die Haushaltsaussichten haben sich gegenüber den Projektionen vom Dezember etwas eingetrübt. Für das Jahr 2015 – und auch für 2016/2017 – erfolgt eine leichte Abwärtskorrektur des öffentlichen Finanzierungssaldos aufgrund der Auswirkungen des niedrigeren nominalen BIP. Die Schuldenquote dürfte über den Projektionszeitraum hinweg höher ausfallen. Grund hierfür ist ein etwas niedrigerer Primärüberschuss und, vor allem in den Jahren 2015/2016, ein weniger günstiges Wachstum/Zins-Differenzial, das sich aus der Abwärtskorrektur der Inflation und des nominalen BIP-Wachstums ergibt.

Tabelle 1**Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet¹⁾**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	März 2016				Dezember 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Reales BIP ¹⁾	1,5	1,4	1,7	1,8	1,5	1,7	1,9
		[1,0 – 1,8] ²⁾	[0,7 – 2,7] ²⁾	[0,6 – 3,0] ²⁾	[1,4 – 1,6] ²⁾	[1,1 – 2,3] ²⁾	[0,9 – 2,9] ²⁾
Private Konsumausgaben	1,6	1,9	1,8	1,6	1,6	1,9	1,7
Konsumausgaben des Staates	1,4	1,5	1,1	1,2	1,4	1,2	1,0
Bruttoanlageinvestitionen	2,5	2,7	3,6	3,3	2,3	2,8	3,8
Ausfuhren ³⁾	4,8	3,0	4,3	4,6	4,8	4,0	4,8
Einfuhren ³⁾	5,4	4,6	5,3	5,1	5,3	4,8	5,3
Beschäftigung	1,1	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Arbeitslosenquote (in % der Erwerbsspersonen)	10,9	10,4	10,2	9,9	11,0	10,5	10,1
HVPI	0,0	0,1	1,3	1,6	0,1	1,0	1,6
		[-0,2 – 0,4] ²⁾	[0,6 – 2,0] ²⁾	[0,8 – 2,4] ²⁾	[0,1 – 0,1] ²⁾	[0,5 – 1,5] ²⁾	[0,9 – 2,3] ²⁾
HVPI ohne Energie	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,3	1,5
HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie	0,8	1,1	1,3	1,6	0,9	1,3	1,6
HVPI ohne Nahrungsmittel, Energie und Änderungen indirekter Steuern ⁴⁾	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,3	1,6
Lohnstückkosten	0,9	1,1	0,9	1,2	0,9	0,9	1,2
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	1,3	1,5	1,9	2,1	1,4	1,5	2,1
Arbeitsproduktivität	0,4	0,4	0,9	0,9	0,5	0,7	0,9
Öffentlicher Finanzierungssaldo (in % des BIP)	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8
Struktureller Haushaltssaldo (in % des BIP) ⁵⁾	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1	-1,7	-1,9	-1,9
Öffentliche Schuldenquote (in % des BIP)	91,1	90,8	90,0	89,2	91,1	90,1	88,9
Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)	3,0	3,0	2,6	2,5	3,0	2,9	2,7

1) Arbeitstäglich bereinigte Daten.

2) Die bei der Darstellung der projizierten Werte verwendeten Bandbreiten basieren auf den Differenzen zwischen den tatsächlichen Ergebnissen und früheren, über mehrere Jahre hinweg erstellten Projektionen. Die Bandbreiten entsprechen dem Durchschnitt des absoluten Werts dieser Differenzen, multipliziert mit zwei. Die zur Berechnung der Bandbreiten verwendete Methode, die auch eine 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.

3) Einschließlich des Handels der Euro-Länder untereinander.

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

5) Berechnet als öffentlicher Finanzierungssaldo, bereinigt um vorübergehende Effekte des Konjunkturzyklus und befristete staatliche Maßnahmen (Details zum Ansatz des ESZB finden sich in *Working Paper Series* der EZB, Nr. 77, September 2001, und *Working Paper Series* der EZB, Nr. 579, Januar 2007). Die Projektion des strukturellen Saldos leitet sich nicht von einer aggregierten Messgröße der Produktionslücke ab. Gemäß der Methodik des ESZB werden die Konjunkturkomponenten für verschiedene Einnahmen und Ausgaben separat berechnet. Eine detailliertere Darstellung findet sich in Kasten 13 des Monatsberichts vom März 2012 und in Kasten 6 des Monatsberichts vom September 2014.**Kasten 3****Sensitivitäts- und Szenarioanalysen**

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

Auswirkungen, die ein deutlicherer und synchronisierter Konjunkturabschwung in den aufstrebenden Volkswirtschaften für das Wachstum und die Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet haben könnte.

1) Divergierende Entwicklung des Ölpreises

Alternative Ölpreismodelle weisen über den Projektionszeitraum hinweg auf etwas rascher ansteigende Ölpreise hin als in Terminkontrakten impliziert. Die den Basisprojektionen zugrunde liegenden technischen Annahmen für die Ölpreisentwicklung prognostizieren, auf Basis der Terminmärkte, einen Anstieg der Ölpreise vom ersten Quartal 2016 bis zum vierten Quartal 2018 um 40 %. Eine Kombination alternativer, von Experten der EZB verwendeter Modelle⁴ zur Projektion der Ölpreise über den Projektionszeitraum hinweg deutet derzeit für diesen Zeitraum auf einen höheren Ölpreis hin als in den technischen Annahmen unterstellt. Dies stünde im Einklang mit einer auf mittlere Sicht robusteren Erholung der weltweiten Ölnachfrage oder einem Rückgang des Ölangebots aufgrund geringerer Investitionen im Ölsektor und einer damit einhergehenden Verringerung der Kapazitäten zur Ölgewinnung in einigen Ländern im Zusammenhang mit dem jüngsten Ölpreistrückgang. Das Eintreten dieser divergierenden Entwicklung, bei der die Ölpreise die entsprechenden Annahmen im Basisszenario bis 2018 um 11,6 % überträfen, würde das Wachstum des realen BIP geringfügig dämpfen; gleichzeitig würde dies eine etwas raschere Zunahme der HVPI-Inflation mit sich bringen (um jeweils rund 0,1-0,2 Prozentpunkte in den Jahren 2016, 2017 und 2018).

2) Divergierende Entwicklungen des Wechselkurses

Diese Sensitivitätsanalyse umfasst zwei divergierende Entwicklungen für den Wechselkurs des Euro zum Basisszenario. Die erste basiert auf dem 25. Perzentil der Verteilung der risikoneutralen Dichten, die aus Optionen für den USD/EUR-Wechselkurs am 15. Februar 2016 gewonnen wurde. Dieser Annahme zufolge wird der Euro gegenüber dem US-Dollar allmählich auf einen Wechselkurs von 1,00 USD/EUR im Jahr 2018 abwerten. Damit läge er 10,8 % unter der im Basisszenario für dieses Jahr geltenden Annahme. Die zweite Entwicklung basiert auf dem 75. Perzentil der gleichen Verteilung und impliziert eine allmähliche Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar auf einen Wechselkurs von 1,24 USD/EUR im Jahr 2018. Damit läge der Euro 11,2 % über der im Basisszenario für dieses Jahr geltenden Annahme. Die entsprechenden Annahmen für den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro spiegeln historische Regelmäßigkeiten wider. Danach kommen in Änderungen des USD/EUR-Wechselkurses Änderungen des effektiven Wechselkurses mit einer Elastizität von rund 52 % zum Ausdruck. Im Falle einer Abwertung führt diese Annahme dazu, dass sich der effektive Wechselkurs des Euro allmählich nach unten vom Basisszenario entfernt und 2018 schließlich 5,8 % unter dem Wert im Basisszenario liegt. In diesem Szenario deuten die Ergebnisse einer Reihe von makroökonomischen Modellen, die von Experten entwickelt wurden, im Durchschnitt auf ein höheres Wachstum des realen BIP (um 0,1 bis 0,3 Prozentpunkte) und eine höhere Teuerung nach dem HVPI (um 0,1 bis 0,4 Prozentpunkte) in den Jahren 2016, 2017 und 2018 hin. Im Falle einer

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

Aufwertung führt diese Annahme dazu, dass sich der effektive Wechselkurs des Euro allmählich vom Basisszenario nach oben entfernt und 2018 schließlich 5,5 % über dem Wert im Basisszenario liegt. In diesem Szenario deuten die Ergebnisse einer Reihe von makroökonomischen Modellen, die von Experten entwickelt wurden, im Durchschnitt auf ein niedrigeres Wachstum des realen BIP (um 0,1 bis 0,3 Prozentpunkte) und eine geringere Teuerung nach dem HVPI (um 0,1 bis 0,4 Prozentpunkte) in den Jahren 2016, 2017 und 2018 hin.

3) Szenario eines synchronisierten Konjunkturabschwungs in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Die Wachstumsaussichten in den aufstrebenden Volkswirtschaften haben sich in den letzten Monaten verschlechtert, und die Abwärtsrisiken für die globalen Wachstumsprojektionen haben zugenommen. Dennoch geht das Basisszenario dieser Projektion von einer allmählichen, verhaltenen Erholung der konjunkturellen Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften über den Projektionszeitraum hinweg aus. Vor diesem Hintergrund wurde ein Szenario zur Analyse der Auswirkungen eines deutlicheren, synchronisierten Konjunkturabschwungs in den aufstrebenden Volkswirtschaften auf das Wachstum des realen BIP im Euroraum und die HVPI-Inflation erstellt.

Das Szenario geht von der Annahme aus, dass der Abschwung von einer „harten Landung“ in China ausgelöst wird, wenn Finanzstabilitätsrisiken zum Tragen kommen und das Vertrauen chinesischer Verbraucher und Unternehmen durch Kapitalabflüsse beeinträchtigt wird. Das Szenario einer „harten Landung“ in China würde einen stärkeren Abbau dortiger binnenwirtschaftlicher Ungleichgewichte nach sich ziehen. Damit verbunden wäre eine nachlassende Investitionstätigkeit, die zu einem Anstieg der Arbeitslosigkeit führen würde. Darüber hinaus würde sich in diesem Szenario das Wachstum der privaten Konsumausgaben in China erheblich verlangsamen. Dem Modell zufolge würden die Verschlechterung des finanziellen Umfelds und schwächere Aussichten in China auf andere aufstrebende Volkswirtschaften übergreifen, die über den direkten Handelskanal und durch einen angenommenen Anstieg der globalen Unsicherheit davon betroffen wären. Die globale Unsicherheit wird in diesem Szenario in Form eines vorübergehenden, über den Projektionszeitraum hinweg abklingenden Anstiegs des VIX⁵ um 10 Prozentpunkte berücksichtigt. Es wird angenommen, dass die Aktienkurse in China fallen und die Aktienkurse daraufhin weltweit nachgeben. Der stärkere Konjunkturabschwung in den aufstrebenden Volkswirtschaften impliziert in diesem Modell über den Projektionszeitraum hinweg eine schwächere Entwicklung bei den Rohstoffpreisen. Weiter wird angenommen, dass die chinesischen Behörden die „harte Landung“ abmildern, indem sie eine Abwertung des Renminbi zulassen, und dass es dadurch aufgrund von Ansteckungseffekten zu einer Abwertung der Währungen von Schwellenländern kommt. Im Ergebnis führt dies in diesem Szenario dazu, dass der US-Dollar, der Yen und der Euro in nominaler effektiver Rechnung aufwerten. Die Aufwertung dieser drei Währungen wiederum wirkt sich negativ auf den Exportsektor in den Vereinigten Staaten, in Japan und im Euroraum aus und verstärkt in diesen Regionen – hauptsächlich aufgrund niedrigerer Einfuhrpreise – den Abwärtsdruck auf die Inflation.

⁵ Der Volatilitätsindex VIX der Chicago Board Options Exchange ist eine Messgröße für die durch Optionspreise auf den S&P-500-Aktienindex implizierte Volatilität.

Die wichtigsten Annahmen für das Szenario

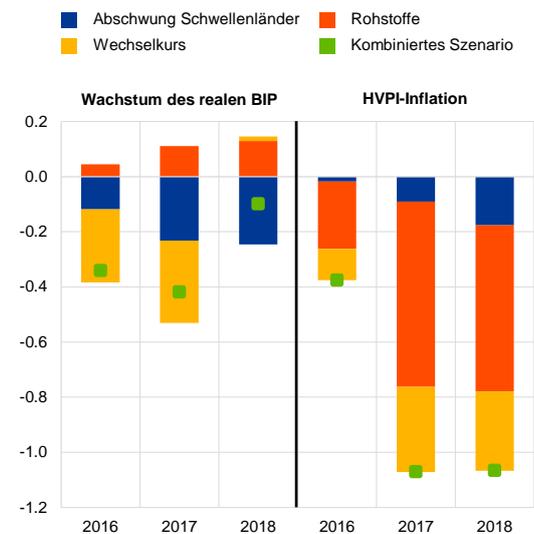
	2016	2017	2018
Binnennachfrage in China	-2,3	-4,7	-3,0
Globale Aktienmärkte	-20,0	-20,0	-20,0
Abwertung der Währungen aufstrebender Volkswirtschaften und Chinas gegenüber den Währungen fortgeschrittener Volkswirtschaften	-5,0	-10,0	-10,0
Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro	1,1	2,8	2,8
Ölpreise (in USD/Barrel)	-8,8	-26,0	-37,8

Quelle: Experten der EZB

Anmerkung: Berechnet als Abweichung der Veränderung gegenüber dem Basisszenario in % mit Ausnahme der Binnennachfrage in China, die als Abweichung von den Wachstumsraten im Basisszenario in Prozentpunkten gemessen wird. Der chinesische Aktienkursindex liegt 40 % unter dem Niveau im Basisszenario.

Beitrag zum Wachstum des realen BIP und zur HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet

(Abweichung vom Wachstum im Basisszenario gemessen in Prozentpunkten)



Quelle: Experten der EZB

Anmerkung: Szenarien werden mit verschiedenen Modellen durchgespielt. Geldpolitik wird als exogen angenommen.

Aufwertung des Euro gegenüber dem Renminbi und anderen Währungen von Schwellenländern weiteren Abwärtsdruck auf die Konjunktur und die Preise im Euroraum ausüben. Insgesamt gesehen würde ein durch China ausgelöster synchronisierter Konjunkturabschwung in den aufstrebenden Volkswirtschaften erhebliche Abwärtsrisiken für die Basisprojektionen in Bezug auf das Wachstum des realen BIP und die HVPI-Inflation im Euroraum implizieren.

In diesem Szenario wären sowohl das reale BIP-Wachstum als auch die HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet niedriger als im Basisszenario. Die Ergebnisse verschiedener makroökonomischer Modelle, die von Experten der EZB entwickelt wurden, weisen darauf hin, dass die Konjunkturertrübung in den aufstrebenden Märkten zu einer geringeren Auslandsnachfrage des Eurogebiets führen würde. Dies dürfte sich 2017 und 2018 dämpfend auf das reale BIP-Wachstum und die HVPI-Inflation im Euroraum auswirken. Die damit verbundenen niedrigeren Preise für Öl und sonstige Rohstoffe nach der Konjunkturertrübung in den Schwellenländern würden infolge der gestiegenen Realeinkommen der privaten Haushalte und der höheren Unternehmensgewinne die Wirtschaft im Euroraum ankurbeln. Gleichzeitig würden niedrigere Rohstoffpreise einen starken Abwärtsdruck auf die HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet ausüben. Zudem würde eine

Kasten 4

Prognosen anderer Institutionen

Von internationalen und privatwirtschaftlichen Organisationen liegen 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 der Öl- und sonstigen Rohstoffpreise). Schließlich werden bei den verschiedenen Prognosen auch unterschiedliche Methoden der Kalenderbereinigung angewandt (siehe nachfolgende Tabelle). Wie aus der Tabelle hervorgeht, deuten die meisten der derzeit verfügbaren Prognosen anderer Institutionen auf ein stärkeres Wachstum des realen BIP und eine höhere Inflation für das Jahr 2016 hin. Allerdings unterscheiden sie sich nur geringfügig von den Punktprognosen der von Experten der EZB erstellten Projektionen für 2017 und 2018 vom März dieses Jahres und liegen eindeutig innerhalb der Bandbreiten dieser Projektionen (siehe Klammern in der Tabelle).

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Datum der Veröffentlichung	BIP-Wachstum			HVPI-Inflation		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Von Experten der EZB erstellte Projektionen	März 2016	1,4 [1,0–1,8]	1,7 [0,7–2,7]	1,8 [0,6–3,0]	0,1 [-0,2–0,4]	1,3 [0,6–2,0]	1,6 [0,8–2,4]
Europäische Kommission	Februar 2016	1,7	1,9	–	0,5	1,5	–
OECD	Feb. 2016/Nov. 2015	1,4	1,7	–	0,9	1,3	–
Euro Zone Barometer	Februar 2016	1,7	1,8	1,6	0,5	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	Februar 2016	1,6	1,7	–	0,5	1,5	–
Survey of Professional Forecasters	Januar 2016	1,7	1,8	1,7	0,7	1,4	1,6
IWF	Jan. 2016/Okt. 2015	1,7	1,7	–	1,0	1,3	–

Quellen: EU-Winterprognose 2016 der Europäischen Kommission; World Economic Outlook des IWF, Aktualisierung vom Januar 2016 (BIP); World Economic Outlook des IWF vom Oktober 2015 (HVPI-Inflation); Wirtschaftsausblick der OECD, Aktualisierung vom Februar 2016 (BIP); Wirtschaftsausblick der OECD vom November 2015 (HVPI-Inflation); Prognosen von Consensus Economics; MJEconomics; Survey of Professional Forecasters der EZB.

Anmerkung: Sowohl die von Experten des Eurosystems und der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen als auch die OECD-Prognosen verwenden arbeitstäglich bereinigte Jahreswachstumsraten, während die Europäische Kommission und der IWF jährliche Zuwachsraten heranziehen, die nicht um die Zahl der Arbeitstage pro Jahr bereinigt wurden. Andere Prognosen enthalten keine Angaben dazu, ob arbeitstäglich bereinigte oder nicht arbeitstäglich bereinigte Daten ausgewiesen werden.

© Europäische Zentralbank, 2016

Postanschrift: 60640 Frankfurt am Main, Deutschland

Telefon: +49 69 1344 0

Internet: www.ecb.europa.eu

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