



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

VON EXPERTEN DES EUROSYSTEMS ERSTELLTE GESAMTWIRTSCHAFTLICHE PROJEKTIONEN FÜR DAS EURO- WÄHRUNGSGEBIET

Auf der Grundlage der bis zum 24. Mai 2012 vorliegenden Daten haben Experten des Eurosystems Projektionen zu den makroökonomischen Entwicklungen im Eurogebiet ausgearbeitet.¹ Vorausgesetzt, dass sich die Finanzkrise nicht weiter intensiviert, wird erwartet, dass sich das reale BIP über den Projektionshorizont hinweg schrittweise erholen wird, worin eine stärkere Auslandsnachfrage sowie ein allmähliches Anziehen der Binnennachfrage zum Ausdruck kommen. Die Erholung der Binnennachfrage dürfte zunehmend von den günstigen Auswirkungen der sehr niedrigen kurzfristigen Zinsen und von einem Rückgang der Teuerungsrate bei den Energie- und Nahrungsmittelpreisen profitieren, der den Realeinkommen zugutekommt. Überdies sollten die Maßnahmen zur Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems die Binnennachfrage stützen. Allerdings wird erwartet, dass die konjunkturelle Erholung durch den in vielen Sektoren ablaufenden Prozess der Bilanzumstrukturierung gedämpft wird. Das durchschnittliche Jahreswachstum des realen BIP wird den Projektionen zufolge im Jahr 2012 zwischen -0,5 % und 0,3 % liegen, 2013 dürfte es zwischen 0,0 % und 2,0 % betragen.

Die am HVPI gemessene Teuerung im Euro-Währungsgebiet dürfte den Projektionen zufolge 2012 im Durchschnitt zwischen 2,3 % und 2,5 % liegen und somit den Druck widerspiegeln, der von höheren Energiepreisen, einem niedrigeren Euro-Wechselkurs und Anhebungen der indirekten Steuern ausgeht. Da die Auswirkungen der hohen Rohstoffpreise allmählich nachlassen, dürfte die Gesamtinflationsrate zurückgehen und 2013 durchschnittlich zwischen 1,0 % und 2,2 % liegen. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie dürfte 2012 und 2013 weitgehend stabil bleiben, da der erwartete Anstieg bei den indirekten Steuern und bei den administrierten Preisen den von der schwachen Binnennachfrage und von moderaten Erhöhungen der Arbeitskosten ausgehenden Abwärtsdruck ausgleichen dürfte.

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 15. Mai 2012.¹ 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 0,8 % für 2012 und von 0,7 % für das Folgejahr. Die Markterwartungen bezüglich der nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet implizieren ein durchschnittliches Niveau von 4,2 % im Jahr 2012 und von 4,5 % im Jahr 2013. Aufgrund der Entwicklung der Terminzinsen und des allmählichen Durchschlagens von Marktzinsänderungen auf die Kreditzinsen wird erwartet, dass die kurzfristigen Bankzinsen über den Projektionszeitraum hinweg weitgehend unverändert bleiben, wohingegen sich bei den langfristigen Kreditzinsen der Banken 2013 ein leichter Anstieg einstellen dürfte. Insgesamt werden sich die Kreditangebotsbedingungen für das gesamte Euro-Währungsgebiet den Erwartungen zufolge 2012 negativ auf die Konjunktur auswirken und 2013 neutral sein. Was die Rohstoffpreise betrifft, so wird auf der Grundlage der von den Terminmärkten in den zwei Wochen bis zum Redaktionsschluss

¹ Diese Projektionen werden von Experten der Europäischen Zentralbank 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 2011, 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.

abgeleiteten Entwicklung damit gerechnet, dass sich die Preise für Rohöl der Sorte Brent im Durchschnitt 2012 auf 114,6 USD und 2013 auf 107,9 USD (jeweils pro Barrel) belaufen. Den Annahmen zufolge werden die in US-Dollar gerechneten Preise für Rohstoffe ohne Energie 2012 um 8,0 % sinken und im Folgejahr um 1,6 % steigen.

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 USD/EUR-Wechselkurs von 1,30 in den Jahren 2012 und 2013. Den Annahmen zufolge dürfte der effektive Wechselkurs des Euro 2012 im Durchschnitt um 4,4 % und 2013 um durchschnittlich 0,3 % nachgeben.

Die finanzpolitischen Annahmen beruhen auf den nationalen Haushaltsplänen der einzelnen Länder des Eurogebiets (Stand: 24. Mai 2012). 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 2013 den Terminkontraktpreisen folgen und sich anschließend der globalen Konjunktur entsprechend entwickeln werden.

DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD

Es wird erwartet, dass eine allmähliche Beschleunigung der weltweiten konjunkturellen Entwicklung über den Projektionszeitraum hinweg im Umfeld einer akkommodierenden Geldpolitik von den sich verbessernden Finanzierungsbedingungen gestützt wird. Zudem dürfte die globale Konjunktur im Jahr 2012 durch den Wiederaufbau und den allmählichen Wegfall der Lieferengpässe in Folge der Naturkatastrophen in Japan und Thailand wieder etwas Schwung erhalten. Mittelfristig dürfte das Wachstumstempo im außenwirtschaftlichen Umfeld des Eurogebiets durch eine erhebliche Schwäche an den Wohnimmobilien- und Arbeitsmärkten und auch durch die Notwendigkeit weiterer Bilanzsanierungen sowohl im öffentlichen als auch privaten Sektor gedrosselt werden. In den aufstrebenden Volkswirtschaften hat sich das Wachstum zuletzt zwar abgeschwächt, bleibt jedoch nach wie vor solide und leistet dadurch einen wichtigen Beitrag zum weltweiten Wirtschaftswachstum. Den Projektionen zufolge dürfte das weltweite reale BIP-Wachstum außerhalb des Eurogebiets von 4,1 % im Jahr 2011 auf 3,8 % im Jahr 2012 zurückgehen und im Folgejahr wieder auf 4,3 % ansteigen. Die Auslandsnachfrage des Euro-Währungsgebiets dürfte sich Schätzungen zufolge 2012 um 4,0 % und 2013 um 6,4 % erhöhen.

PROJEKTIONEN ZUM WACHSTUM DES REALEN BIP

Das reale BIP im Euroraum stagnierte im ersten Quartal 2012, nachdem es im vierten Quartal 2011 um 0,3 % zurückgegangen war. Das Wachstum des realen BIP dürfte sich im zweiten Quartal dieses Jahres abschwächen. Die zuletzt beobachtete Fragilität der Konjunktur ist in erster Linie auf die schwache Binnennachfrage zurückzuführen, in der eine Kombination aus den nachteiligen Auswirkungen der Staatsschuldenkrise im Eurogebiet auf das Unternehmer- und Verbrauchervertrauen, hohen Ölpreisen, ungünstigen Kreditangebotsbedingungen sowie einer Verschärfung des finanzpolitischen Kurses in einigen Euro-Ländern zum Ausdruck kommt.

Unter der Annahme, dass sich die Finanzkrise nicht weiter intensiviert, dürfte das Wachstum des realen BIP über den Projektionszeitraum hinweg wieder anziehen. Die Erholung spiegelt eine Wachstumsbeschleunigung des internationalen Handels und damit auch der Auslandsnachfrage sowie eine allmähliche Stärkung der Binnennachfrage wider. Die Binnennachfrage wiederum dürfte von den sehr niedrigen kurzfristigen Zinsen und von den günstigen Auswirkungen eines Rückgangs der Teuerungsrate bei den Energie- und Nahrungsmittelpreisen auf das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte profitieren. Überdies sollten Maßnahmen zur Wiederherstellung der

Funktionsfähigkeit des Finanzsystems die Binnennachfrage stützen. Insgesamt dürfte die Erholung im historischen Vergleich aufgrund der in einigen Ländern des Euroraums nach wie vor bestehenden Notwendigkeit von Bilanzsanierungen im öffentlichen und privaten Sektor recht verhalten sein. Auf Jahressicht dürfte das reale BIP des Euro-Währungsgebiets 2012 um -0,5 % bis 0,3 % zulegen, für 2013 wird ein Wert zwischen 0,0 % und 2,0 % erwartet.

Bei näherer Betrachtung dürfte sich das Wachstum der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets über den Projektionszeitraum hinweg beleben; dies wäre in erster Linie auf eine stärkere Auslandsnachfrage sowie die Auswirkungen der bisherigen Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der Exporte zurückzuführen. Die Exportmarktanteile des Euroraums, bei denen in jüngster Zeit eine Erholung zu beobachten war, dürften sich über den Projektionszeitraum hinweg stabilisieren.

Die privaten Investitionen (ohne Wohnungsbau) im Euro-Währungsgebiet dürften in naher Zukunft weiter zurückgehen; über den Projektionszeitraum hinweg wird allerdings eine Erholung projiziert, die durch eine kräftigere Nachfrage, niedrige Zinssätze und verbesserte Gewinnaufschläge getragen würde. Bei den Wohnungsbauinvestitionen wird über den Projektionszeitraum hinweg nur eine geringfügige Erholung erwartet. Die Erholung bei den Wohnungsbauinvestitionen wird weiterhin durch in einigen Ländern zu beobachtende Anpassungen an den Wohnimmobilienmärkten geschwächt. Allerdings werden diese nachteiligen Entwicklungen teilweise dadurch ausgeglichen, dass Investitionen in Wohnimmobilien im Vergleich zu anderen Anlageformen in einigen anderen Ländern an Attraktivität gewonnen haben, in denen Wohnungsbauinvestitionen auch durch niedrige Hypothekenzinsen angekurbelt werden sollten. Den Annahmen zufolge werden die öffentlichen Investitionen, wie den Sparpaketen zur Haushaltskonsolidierung in mehreren Euro-Ländern zu entnehmen ist, über den gesamten Projektionszeitraum hinweg zurückgehen.

Die privaten Konsumausgaben werden den Projektionen zufolge im gesamten Jahresverlauf 2012 verhalten bleiben, da ein deutlicher Rückgang des real verfügbaren Einkommens nur teilweise von einer rückläufigen Sparquote ausgeglichen wird, worin eine intertemporale Konsumglättung zum Ausdruck kommt. Der deutliche Rückgang des real verfügbaren Einkommens ist auf sinkende Beschäftigungszahlen, zurückgehende reale Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer, auf die Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung sowie auf ein schwaches Nichtarbeitseinkommen zurückzuführen. Für 2013 wird bei den privaten Konsumausgaben ein mäßiger Anstieg erwartet, in dem in erster Linie eine Erholung des real verfügbaren Einkommens zum Ausdruck käme, da die nachteiligen Auswirkungen der oben genannten Faktoren allmählich nachlassen; zudem dürfte der Anstieg durch den nachlassenden Druck durch die Rohstoffpreise getragen werden. Den Projektionen zufolge bleiben die staatlichen Konsumausgaben in realer Betrachtung sowohl 2012 als auch 2013 weitgehend stabil.

Das Wachstum der Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums wird den Erwartungen zufolge über den Projektionszeitraum hinweg an Dynamik gewinnen, allerdings durch die schwache Binnennachfrage nach wie vor gebremst werden. Aufgrund einer stärkeren Zunahme der Ausfuhren wird für diesen Zeithorizont mit einem deutlich positiven Beitrag des Außenhandels zum Wachstum des realen BIP gerechnet.

Tabelle 1 Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)¹⁾

	2011	2012	2013
HVPI	2,7	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2
Reales BIP	1,5	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0
Private Konsumausgaben	0,2	-0,7 – -0,1	-0,4 – 1,4
Konsumausgaben des Staates	-0,3	-0,7 – 0,3	-0,7 – 0,7
Bruttoanlageinvestitionen	1,6	-3,2 – -1,0	-0,8 – 3,8
Ausfuhren (Warenhandel und Dienstleistungen)	6,3	1,2 – 5,0	1,1 – 8,9
Einfuhren (Warenhandel und Dienstleistungen)	4,1	-0,7 – 2,9	0,9 – 7,9

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

Die gegenwärtige Krise dürfte das Potenzialwachstum beeinträchtigt haben, wenngleich es weiterhin äußerst schwierig ist, das genaue Ausmaß der Auswirkungen zu bestimmen. Es ist wahrscheinlich, dass die anhaltende Schwäche bei Beschäftigung und Investitionen das Wachstum des Produktionspotenzials weiter belasten wird. Angesichts des trüben Wachstumsausblicks wird projiziert, dass sich die negative Produktionslücke 2012 ausweitet, bevor sie 2013 wieder etwas abnehmen wird.

AUSSICHTEN FÜR PREISE UND KOSTEN

Die Teuerungsrate nach dem HVPI dürfte 2012 im Durchschnitt zwischen 2,3 % und 2,5 % liegen. In diesem relativ hohen Niveau kommen die Auswirkungen der Preissprünge bei Öl, des geschwächten Euro-Wechselkurses und der Anhebung indirekter Steuern zum Ausdruck. Die Inflation dürfte 2013 deutlich nachlassen und im Schnitt zwischen 1,0 % und 2,2 % liegen. Dieser Rückgang der Teuerungsrate wird in erheblichem Maße von der projizierten Entwicklung bei der Energiekomponente getragen werden. Da die Rohölpreise über den Projektionszeitraum hinweg nach und nach sinken dürften und die Auswirkungen vergangener Erhöhungen nachlassen, wird erwartet, dass der Beitrag der Energiepreise zur Gesamtinflation 2013 zurückgehen wird. Auch der Beitrag der Lebensmittelkomponente dürfte sinken, allerdings in deutlich geringerem Maße. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie dürfte 2012 und 2013 weitgehend stabil bleiben, da der erwartete Anstieg bei den indirekten Steuern und bei den administrierten Preisen einen Aufwärtsdruck auf die Inflation ausübt und dadurch den von der schwachen Binnennachfrage und moderaten Erhöhungen der Arbeitskosten ausgehenden Abwärtsdruck ausgleichen dürfte.

Genauer betrachtet hat sich der externe Preisdruck um den Jahreswechsel herum aufgrund steigender Ölpreise und eines schwächeren Euro-Wechselkurses verstärkt. Allerdings implizieren die technischen Annahmen bezüglich Wechselkursen und Rohstoffpreisen, dass dieser externe Druck über den Projektionszeitraum nachlassen dürfte. Außerdem werden starke abwärtsgerichtete Basiseffekte auf die Jahreszuwachsrate des Importdeflators einwirken, da die Erhöhungen des letzten Jahres aus dem Jahresvergleich herausfallen. Deshalb dürfte die entsprechende Jahreswachstumsrate im Projektionszeitraum deutlich zurückgehen. Was den inländischen Preisdruck anbelangt, so dürfte die jährliche Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer aufgrund der sich verschlechternden Arbeitsmarktbedingungen 2012 leicht zurückgehen und 2013 noch etwas weiter. Das reale Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer dürfte sich wegen der hohen durchschnittlichen Inflationsrate im Jahr 2012 verringern. Es wird erwartet, dass es sich 2013 wieder erholt, worin der projizierte Rückgang der Inflationsrate zum Ausdruck käme; allerdings dürfte dieser Anstieg über den gesamten Projektionszeitraum hinweg betrachtet langsamer erfolgen als der Produktivitätsanstieg. Die

Jahreswachstumsrate der Lohnstückkosten dürfte 2012 wieder anziehen, worin sich die konjunkturelle Schwäche des Produktivitätswachstums widerspiegelt. Danach dürfte sie 2013 aufgrund der steigenden Produktivität und des weiterhin verhaltenen Lohndrucks moderater ausfallen. Die Gewinnmargen dürften sich 2012 verringern und dadurch den sprunghaften Anstieg der Lohnstückkosten – angesichts einer verhaltenen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage – abfedern. Für 2013 wird, vor dem Hintergrund eines schwächeren Wachstums der Lohnstückkosten, aufgrund eines stärkeren Produktivitätswachstums und einer sich erholenden Nachfrage eine Ausweitung der Gewinnspannen projiziert. Die Steigerungen bei den administrierten Preisen und indirekten Steuern, die sich durch die in vielen Ländern des Euroraums andauernde Haushaltskonsolidierung ergeben, dürften sowohl 2012 als auch 2013 überdurchschnittlich stark zur Inflation nach dem HVPI beitragen.

VERGLEICH MIT DEN PROJEKTIONEN VOM MÄRZ 2012

Im Vergleich zu den im März 2012 von Experten der EZB veröffentlichten gesamtwirtschaftlichen Projektionen bleibt die für das Wachstum des realen BIP im Jahr 2012 projizierte Bandbreite unverändert, wohingegen die Bandbreite für 2013 etwas verringert wurde. Die für die Inflation nach dem HVPI projizierten Bandbreiten wurden sowohl für 2012 als auch für 2013 reduziert.

Tabelle 2 Vergleich mit den Projektionen vom März 2012

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)

	2012	2013
Reales BIP – März 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
Reales BIP – Juni 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0
HVPI – März 2012	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3
HVPI – Juni 2012	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2

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 fiskalpolitische, 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 verfügbaren Prognosen anderer Institutionen wird davon ausgegangen, dass das Wachstum des realen BIP im Euroraum im Jahr 2012 um 0,1 % bis 0,4 % zurückgehen wird, was innerhalb der von Experten des Eurosystems projizierten Bandbreite liegt. Für das Jahr 2013 reale BIP wird ein Anstieg des realen BIP um 0,8 % bis 1,0 % projiziert, was ebenfalls innerhalb der Bandbreite der von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen liegt.

Im Hinblick auf die Teuerungsrate deuten die Prognosen anderer Institutionen darauf hin, dass die jährliche Preissteigerung nach dem HVPI 2012 im Durchschnitt zwischen 2,0 % und 2,4 % betragen wird

und sich somit innerhalb oder etwas unterhalb der von Experten des Eurosystems erstellten Bandbreite befinden dürfte. 2013 dürfte die Inflation nach dem HVPI im Schnitt zwischen 1,6 % und 1,9 % und somit innerhalb der Bandbreiten der von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen liegen.

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	
		2012	2013	2012	2013
IWF	April 2012	-0,3	0,9	2,0	1,6
Survey of Professional Forecasters	Mai 2012	-0,2	1,0	2,3	1,8
Consensus Economics	Mai 2012	-0,4	0,8	2,4	1,8
OECD	Mai 2012	-0,1	0,9	2,4	1,9
Europäische Kommission	Mai 2012	-0,3	1,0	2,4	1,8
Von Experten des Eurosystems erstellte Projektionen	Juni 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2

Quellen: Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission von 2012; IWF, World Economic Outlook vom April 2012; OECD, Wirtschaftsausblick vom Mai 2012; Prognosen von Consensus Economics und Survey of Professional Forecasters der EZB.

Anmerkungen: 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, 2012

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

Alle Rechte vorbehalten.

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