



AZ EURORENDSZER SZAKÉRTŐINEK MAKROGAZDASÁGI PROGNÓZISA AZ EUROÖVEZETRŐL

Az eurorendszer szakértői a 2011. november 25-ig rendelkezésre álló információk alapján elkészítették az euroövezet makrogazdasági folyamatainak prognózisát¹. 2011 második felében az euroövezeti konjunktúra gyengülése volt tapasztalható. Mindez a világgazdasági kereslet visszaesését, valamint az üzleti és a fogyasztói bizalom jelentős romlását tükrözte az elmúlt hónapokban, mégpedig olyan környezetben, amelyet egyre több euroövezeti tagországban a pénzügyi piaci feszültségek fokozódásából adódó növekvő bizonytalanság, a részvényárfolyamok jelentős esése és a finanszírozási feltételek romlása jellemez. Feltételezve, hogy a pénzügyi válság nem mélyül tovább, a prognózis szerint a reál-GDP magára talál 2012 során, majd némileg tovább javul 2013-ban. A fellendülést azonban az előrejelzési időszak alatt várhatóan visszafogja a több szektorban is zajló mérlegkorrekció, valamint az euroövezet számos régiójában tapasztalható kedvezőtlen finanszírozási helyzet. A fellendülést ugyanakkor támogatja a világkereslet élénkülése, az energia és az élelmiszer inflációjának – a reáljövedelmet növelő – csökkenése, valamint a rendkívül alacsony rövid lejáratú kamatok és a pénzügyi rendszer működésének normalizálását célzó intézkedések belföldi keresletre gyakorolt kedvező hatása. Az éves átlagos reál-GDP-növekedés 2011-ben 1,5% és 1,7%, 2012-ben -0,4% és 1,0%, 2013-ban pedig 0,3% és 2,3% között valószínűsíthető. Az euroövezeti HICP-infláció rövid távon magasabb marad, azt követően viszont jelentősen csökken. A teljes HICP átlagos növekedési üteme 2011-ben 2,6% és 2,8%, 2012-ben 1,5% és 2,5%, 2013-ban pedig 0,8% és 2,2% közé prognosztizálható. Ez a pálya jórészt az energia és az élelmiszerek árából adódó lefelé irányuló bázishatást tükrözi, továbbá változatlan, illetve csökkenő nyersanyagárakat feltételez. Az élelmiszer- és energiaárakat nem tartalmazó HICP-infláció várhatóan csak kis mértékben emelkedik az előrejelzési időszak folyamán, ami a belföldi kereslet visszafogottságára és a munkaerőköltség korlátozott emelkedésére utal.

1. keretes írás

A KAMATOKRA, AZ ÁRFOLYAMOKRA, A NYERSANYAGÁRAKRA ÉS A FISKÁLIS POLITIKÁKRA VONATKOZÓ TECHNIKAI FELTEVÉSEK

A kamatokra és a nyersanyagárakra vonatkozó technikai feltevések a 2011. november 17-ével záruló időszak piaci várakozásain alapulnak.¹ A rövid lejáratú kamatokra vonatkozó feltevés pusztán technikai jellegű. Utóbbiak mérése a három hónapos EURIBOR, a piaci várakozások számítása pedig a határidős tőzsdei hozamok alapján történik. A módszertan alapján a rövid lejáratú átlagos kamatszint 2011-ben 1,4%, 2012-ben 1,2%, 2013-ban pedig szintén 1,4%. Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó piaci várakozások 2011-ben átlagosan 4,4%-ot, 2012-ben 5,3%-ot, 2013-ban pedig 5,6%-ot mutatnak. Várhatóan mind a rövid, mind a hosszú lejáratú banki hitelkamatok fokozatosan emelkednek a teljes előrejelzési időszak során, ami a tőzsdei határidős piaci kamatok mozgását és a piaci kamatok megváltozásának a hitelkamatokba való fokozatos átgyűrűzését tükrözi. Az euroövezet egészének hitelkínálati feltételei várhatóan összességében negatívan hatnak a konjunktúrára. A nyersanyagárakat tekintve az adatgyűjtés zárónapja előtti kéthetes periódus határidős tőzsdei árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent-nyersolajár 2011-ben 111,5 USA-dollár, 2012-ben 109,4 USA-dollár, 2013-ban pedig 104,0 USA-dollár lesz. Az energián kívüli

¹ Az eurorendszer szakértőinek makrogazdasági prognózisát az EKB és az euroövezeti nemzeti központi bankok szakértői közösen készítik. Az évente kétszer összeállított anyagot a Kormányzótanács felhasználja a gazdasági folyamatok és az árstabilitási kockázatok értékelése során. A prognózishoz használt eljárásról és módszerekről bővebben az EKB honlapján az „Útmutató az eurorendszer makrogazdasági szakértői prognózisának készítéséhez” című 2001. júniusi kiadványban olvashatunk. A prognózist övező bizonytalanság miatt az egyes változókra vonatkozó eredmények sávosan vannak feltüntetve. A sávokat többéves időszak prognózisai és tényleges adatai közötti különbség alapján határozzák meg. A sávszélesség az eltérések átlagos abszolút értékének kétszerese. Az alkalmazott módszert, amely rendkívüli események miatti korrekciót is magában foglal, az „Új eljárás az eurorendszer és az EKB szakértői prognózisának sávos számítására” című 2009. decemberi kiadvány ismerteti, amely szintén megtalálható az EKB honlapján.

nyersanyagok USA-dollár alapú árai a feltevés szerint 2011-ben 17,8%-kal emelkednek, 2012-ben 7,3%-kal csökkennek, 2013-ban pedig 4,3%-kal emelkednek.

A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az adatgyűjtés zárónapját megelőző két hétben uralkodó átlagos szinten maradnak az előrejelzési időszak során. Mindebből 2011-ben 1,40 USD/EUR, 2012-ben és 2013-ban pedig 1,36 USD/EUR árfolyam következik. Az euro effektív árfolyama a feltevés szerint 2011-ben átlagosan változatlan marad, 2012-ben pedig 0,9%-kal leértékelődik.

A fiskális politikai feltevések az euroövezet egyes országainak 2011. november 25-én rendelkezésre álló költségvetési terveit veszik alapul. A feltevések figyelembe veszik a nemzeti parlamentek által elfogadott összes fiskális politikai intézkedést, illetve a kormány által részletesen kidolgozott minden olyan intézkedést, amelyet a jogalkotók nagy valószínűséggel elfogadnak.

¹ Az olaj- és élelmiszerárakra vonatkozó feltevések kiszámítása az előrejelzési horizont végéig érvényes tőzsdei határidős (futures) árakon alapul. Egyéb nyersanyagok esetében feltesszük, hogy az árak 2012. negyedik negyedévéig a határidős tőzsdei árakat követik, majd a világgazdasági konjunktúra szerint alakulnak.

NEMZETKÖZI KÖRNYEZET

A világgazdaság növekedéséi üteme 2011 során veszített lendületéből. Az év második felében a japán természeti katasztrófa által a termelési láncban kiváltott zavarok csillapodása pozitív lökést adott a világgazdaságnak, a folyamatot azonban megakasztotta a globális pénzügyi piaci feszültségek kiújulása, amelynek háttérben elsősorban az euroövezet államadósság-válsága, valamint néhány egyéb vezető gazdaság költségvetésének fenntarthatósága miatti aggodalom állt. Mindez a fogyasztói és az üzleti bizalom erodálódásához vezetett világszerte. Ami a növekedési kilátásokat illeti, fokozatos fellendülésre lehet számítani, noha bizonyos ellenkező irányba mutató hatások – a mérlegek rendbetétele, valamint az ingatlan- és a munkaerőpiac gyengélkedése egyes fejlett gazdaságokban – tartósan visszafogott növekedésre utalnak különösen a fejlett gazdaságokban, ami a világgazdaság fellendülési ütemét is lassítani fogja. A feltörekvő gazdaságok továbbra is igen erőteljes ütemben növekednek, ám növekedésük várhatóan veszít lendületéből, ami a korábbi gazdaságpolitikai szigorításnak – amelynek célja a pénzügyi egyensúlytalanságok és az árakra nehezedő nyomás enyhítése volt –, a külföldi kereslet várható visszaesésének, valamint a globális pénzügyi zavarok kedvezőtlen átgyűrűzésének tudható be. A világgazdaság euroövezetet nem tartalmazó reál-GDP-jének növekedése, amely 2010-ben elérte az 5,7%-ot, a prognózis szerint 2011-ben 4,1%-ra, 2012-ben 3,9%-ra lassul, 2013-ban pedig 4,5%-ra emelkedik. Az euroövezet külső keresletének növekedési üteme a 2010-es 11,8%-ról 2011-ben 6,4%-ra, 2012-ben 4,8%-ra lassul, majd 2013-ban 6,9%-ra gyorsul.

REÁL-GDP-NÖVEKEDÉSI PROGNÓZIS

Az euroövezet reál-GDP-je csak visszafogott ütemben – az előző negyedévhez képest 0,2%-kal – növekedett 2011. harmadik negyedévében, ami megegyezik a második negyedéves értékkel. Jóllehet 2011. második negyedévében több átmeneti – külső és belső – tényező is negatívan érintette a konjunktúra alakulását, az euroövezeti növekedés elmúlt hónapokbeli visszafogott alapüteme egyre inkább az övezet adósságválságának hatásait, illetve egyes tagországokban a velük összefüggő fiskális politikai szigorítást tükrözte. Ami a belső tényezőket illeti, az euroövezeti pénzügyi piaci feszültségek fokozódása miatti nagyfokú bizonytalanság az üzleti és a fogyasztói bizalom jelentős erodálódását, övezetszerte a részvényárfolyamok zuhanását, valamint több tagországban a háztartások és a nem pénzügyi vállalatok finanszírozási feltételeinek romlását eredményezte. Mivel a külföldi kereslet szintén gyengült 2011. folyamán, rövid távon várhatóan a külső tényezők sem lesznek képesek ellensúlyozni ezeket a belső folyamatokat. Ami a kilátásokat illeti, feltételezve hogy a pénzügyi válság nem mélyül tovább, a prognózis szerint 2012-ben a reál-GDP-növekedés magára talál, 2013-ban pedig némileg még tovább javul. A fellendülést azonban az előrejelzési időszak alatt várhatóan visszafogja a több szektorban is zajló mérlegkorrekció, valamint az euroövezet több régiójában is tapasztalható kedvezőtlen finanszírozási helyzet. A fellendülést ugyanakkor támogatja a világkereslet élénkülése, az energia és az élelmiszer inflációjának – a reáljövedelmet növelő – csökkenése, valamint a rendkívül alacsony rövid lejáratú

kamatok és a pénzügyi rendszer működésének normalizálását célzó intézkedések belföldi keresletre gyakorolt kedvező hatása. A fellendülés üteme mindent egybevéve lassúnak ígérkezik. Éves adatokban kifejezve: az euroövezet reál-GDP-je várhatóan 1,5% és 1,7% közötti ütemben bővül 2011-ben, 0,4% és 1,0% között 2012-ben, és 0,3% és 2,3% között 2013-ban.

Részletesebben: az euroövezetben a magánfogyasztás visszafogott emelkedése prognosztizálható 2012 közepéig – ami elsősorban a rendelkezésre álló jövedelem alacsony növekedési pályájának tudható be –, majd kismértékű javulása 2012-re. A rendelkezésre álló nomináljövedelem emelkedését várhatóan hátráltatja a foglalkoztatás visszafogott pályája, valamint a bérek és a transzferjövedelmek szerény növekedési üteme. Utóbbiakat várhatóan korlátozza a több euroövezeti országban végrehajtott fiskális szigorítás. Jóllehet a múltbéli nyersanyagár-emelkedések kedvezőtlen hatása visszafogta a rendelkezésre álló reáljövedelmet, a nyersanyagárak felől érkező nyomás várhatóan alábbhagy, egyre kedvezőbben befolyásolva a rendelkezésre álló reáljövedelem dinamikáját. Az euroövezeti megtakarítási ráta nagyjából a jelenlegi szinten marad az előrejelzési időszak hátralévő részében. Mindez azt tükrözi, hogy a megtakarítási rátának a fokozott bizonytalanságból és a meggyengült bizalomból adódó emelkedését várhatóan ellensúlyozza a megtakarítások fogyasztás-simitás céljából történő csökkenése, amit a reáljövedelmek gyenge dinamikája tesz szükségessé. Mivel a foglalkoztatás csak fokozatosan bővül, az euroövezeti munkanélküliségi ráta 2012 során kissé megemelkedik, majd ezt követően csak lassú csökkenése valószínűsíthető.

Az euroövezeti nem lakáscélú magánberuházások az övezet egyes országaiban tartósan kedvezőtlen finanszírozási feltételek miatt várhatóan visszafogottak lesznek, megemelkedett bizonytalanság mellett. Rövid távon stagnálásuk prognosztizálható, és csak fokozatosan találnak magukra az előrejelzési időszak hátralévő részében, amit az exportnövekedés megerősödése, a belföldi kereslet szerény emelkedése és a viszonylag tartós nyereségesség támogat. A lakáscélú beruházások várhatóan még ennél is lassúbb ütemben növekednek, ami az egyes országokban zajló ingatlanpiaci alkalmazkodásnak tudható be, és ami az ingatlanárak viszonylag visszafogott alakulásában is tükröződik. A feltevés szerint 2011-ben és 2012-ben az állami beruházások jelentősen visszaesnek, majd 2013-ban stabilizálódnak az övezet több tagországában már bejelentett fiskális konszolidációs csomagok miatt.

Az exportnövekedés üteme – összhangban a külföldi kereslet alakulásával – várhatóan lassul rövid távon, majd 2012 során fokozatosan lendületet vesz. Az importnövekedés esetében is hasonló pálya prognosztizálható. A nettó export összességében – a 2012 eleji némileg erőteljesebb exportnövekedést tükrözve – pozitívan járul hozzá a reál-GDP negyedéves növekedéséhez az előrejelzési időszak alatt.

1. táblázat: Az euroövezet makrogazdasági prognózisa

(átlagos éves változás, százalék) ^{1), 2)}

	2010	2011	2012	2013
HICP	1,6	2,6–2,8	1,5–2,5	0,8–2,2
Reál-GDP	1,8	1,5–1,7	-0,4–1,0	0,3–2,3
Magánszektor fogyasztása	0,8	0,3–0,5	-0,4–0,6	0,0–1,8
Kormányzati felhasználás	0,5	-0,3–0,5	-0,5–0,7	-0,3–1,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-0,6	1,6–2,4	-1,6–1,8	-0,5–4,3
Kivitel (árúk és szolgáltatások)	10,8	5,4–7,2	0,3–6,1	2,1–8,9
Behozatal (árúk és szolgáltatások)	9,2	4,0–5,4	-0,5–5,1	1,7–8,1

1) A reál-GDP-re és komponenseire vonatkozó prognózison munkanap-hatással kiigazított adatok értendők. A kiviteli és a behozatali prognózis az euroövezeten belüli kereskedelmet is magában foglalja.

Az euroövezeti adatok a 2010-es HICP kivételével Észtországot is magukban foglalják. Az euroövezeti országokra vonatkozó 2011. évi átlagos százalékos változások az övezet 2010-es összetételén alapulnak, tehát Észtország adatait is tartalmazzák.

A jelenlegi válság vélhetően kedvezőtlenül hatott a potenciális növekedésre, bár a hatás pontos nagysága továbbra is erősen bizonytalan. A változatlanul gyenge konjunktúra valószínűleg tovább csökkenti a

kibocsátás potenciális növekedési ütemét. A növekedési kilátások fényében a negatív kibocsátási rés 2012-ben kiszélesedik, majd 2013-ban némileg szűkül.

ÁR- ÉS KÖLTSÉGPROGNÓZIS

A nyersanyagárak múltbéli megugrása és – részben – a közvetett adók emelkedése miatt az euroövezet teljes HICP-inflációja a prognózis szerint 2% felett marad 2012 első negyedévében, majd jelentősen visszaesik az ezt követő időszakban. Ez a pálya jórészt az energiaárak meredeken csökkenő szerepét tükrözi egyrészt amiatt, hogy lecseng a kőolajár múltbéli emelkedéseinek hatása, másrészt, hogy a stáb a nyersolaj árának fokozatos csökkenését feltételezi az előrejelzési időszakban. Az élelmiszerárak inflációja 2012 közepétől – a jelenlegi nyomás enyhülésével – várhatóan szintén visszafogottabbá válik. Végül az élelmiszer- és energiaárakat nem tartalmazó HICP-infláció várhatóan csak kis mértékben emelkedik, ami a viszonylag gyenge belföldi keresletet és a munkaerőköltségek korlátozott emelkedését tükrözi. A teljes HICP átlagos növekedési üteme 2011-ben 2,6% és 2,8%, 2012-ben 1,5% és 2,5%, 2013-ban pedig 0,8% és 2,2% közé prognosztizálható.

Ami a részleteket illeti, a külső inflációs nyomás enyhült, és az előrejelzési időszak alatt jelentősen csökkenni fog, elsősorban a nyersanyagárak stabilizálódásának, illetve csökkenésének eredményeként. Részben a világkereskedelem alacsonyabb növekedési üteme és az alacsonyabb globális infláció miatt, az importdeflátor éves növekedési üteme – amely 2011 elején érte el csúcspontját – várhatóan meredeken csökken 2012-ben, majd kissé tovább enyhül 2013-ban. A belföldi inflációs nyomás tekintetében pedig az egy főre jutó munkavállalói jövedelem lassulására lehet számítani 2012 első felében, ami jórészt a 2011 első felében esedékes egyszeri kifizetések hatását tükrözi. Az egy főre jutó munkavállalói jövedelem éves növekedési üteme várhatóan felgyorsul 2012 második felében, azután pedig stabilizálódik. Mindez több ellenkező irányú tényező hatását tükrözi. A felfelé irányuló nyomás egyfelől a fogyasztói infláció múltbéli növekedéséből ered, másfelől a konjunktúra általános lassulása, valamint a munkaerőpiac tartós gyengülkedése a lassúbb növekedés irányába mozdíthatja el a bérpályát. Mivel az idén némileg megemelkedett fogyasztói inflációval kell számolni, az egy főre jutó munkavállalói reáljövedelem 2011-ben és 2012-ben várhatóan csökken, azt követően pedig kissé magára talál. A fajlagos munkaerőköltség 2012-ben várhatóan kissé emelkedik, a későbbiekben pedig visszafogottabban alakul. Ez a pálya a termelékenység-növekedés ciklikus csökkenését tükrözi 2012-ben – mivel a konjunktúra jelentősen visszaesik, a foglalkoztatás-növekedés viszont csak részben alkalmazkodik ehhez a folyamathoz –, majd emelkedését 2013-ban. A profitráták növekedési üteme alacsony marad 2011-ben és 2012-ben, visszafogott aggregált kereslet és gyorsuló fajlagos munkaerőköltség-növekedés mellett. 2013-ra a profitráták emelkedése valószínűsíthető élénkülő konjunktúra mellett. A szabályozott árak és a közvetett adók emelkedése várhatóan jelentősen hozzájárul a HICP-infláció alakulásához 2011-ben és 2012-ben, ami a több euroövezeti országban zajló fiskális konszolidációs program hatását tükrözi. A hatás 2013-ban enyhébb lesz, ami azonban részben azt tükrözi, hogy az arra az évre tervezett fiskális intézkedésekről egyelőre nem állnak rendelkezésre részletes adatok.

ÖSSZEVETÉS A 2011. SZEPTEMBERI PROGNÓZISSAL

Az EKB szakértőinek a 2011. szeptemberi Havi jelentésben közzétett euroövezeti makrogazdasági prognózisához képest a 2011. évi reál-GDP-növekedésre adott prognózis sávja szűkebb lett, a 2012. évi sáv pedig jelentősen lefelé módosult. A módosítások elsősorban az államadósság-válság nyomán megnövekedett bizonytalanság miatt gyengülő bizalom és a romló finanszírozási helyzet belföldi keresletre gyakorolt hatásával magyarázhatók, továbbá a külső kereslet lefelé módosítását is tükrözik. Az egyes euroövezetbeli tagországokban végrehajtott további költségvetési szigorítás és a szigorodó finanszírozási feltételek a középtávú reál-GDP-növekedési kilátások lefelé módosítását is maguk után vonták. A HICP-inflációra vonatkozó prognózis 2011-es és 2012-es sávja kissé felfelé módosult, aminek háttérében az euróban kifejezett magasabb kőolajár árfelhajtó hatása, valamint a közvetett adók nagyobb hozzájárulása állt. Az említett tényezők felfelé mutató hatása várhatóan több mint ellensúlyozza a profitráták és a bérnövekedés kiigazításának lefelé mutató hatását, ami a gazdaság növekedési ütemének lefelé módosulásával függ össze.

2. táblázat Összevetés a 2011. szeptemberi prognózissal

(átlagos éves változás, százalék)

	2011	2012
Reál-GDP – 2011. szeptember	1,4–1,8	0,4–2,2
Reál-GDP – 2011. december	1,5–1,7	-0,4–1,0
HICP – 2011. szeptember	2,5–2,7	1,2–2,2
HICP – 2011. december	2,6–2,8	1,5–2,5

2. keretes írás

MÁS INTÉZMÉNYEK ELŐREJELZÉSEI

Számos nemzetközi szervezet és magánszektorbeli intézmény készít előrejelzést az euroövezetről, amelyek azonban közvetlenül sem egymással, sem az eurorendszer szakértőinek makrogazdasági prognózisával nem vehetők össze, mivel különböző időpontokban véglegesítik őket. Ezenkívül a fiskális, pénzügyi és külgazdasági változókra – például a kőolajárakra és egyéb nyersanyagárakra – vonatkozó feltevéseket eltérő (részben nem ismertetett) módszerekkel alakítják ki. Végül a munkanapok szerinti kiigazítás módszere is eltér a különféle előrejelzésekben (lásd alábbi táblázatot).

Az egyéb intézményektől jelenleg rendelkezésre álló előrejelzések szerint az euroövezet reál-GDP-je 2011-ben 1,5% és 1,6%, 2012-ben 0,2% és 1,1%, 2013-ban pedig 1,3% és 1,6% közötti ütemben bővül. Valamennyi előrejelzés vagy az eurorendszer szakértői által prognosztizált tartományokba, vagy azokhoz rendkívül közel esik.

Az inflációt tekintve a többi intézmény előrejelzései 2011-ben 2,5% és 2,7%, 2012-ben 1,5% és 1,8%, 2013-ban pedig 1,2 és 1,8% közé prognosztizálják az átlagos éves HICP-inflációt. Valamennyi előrejelzés vagy az eurorendszer szakértői által prognosztizált tartományokba, vagy ahhoz rendkívül közel esik. A 2012-es prognózis az eurorendszer szakértői prognózisában szereplő sáv alsó felébe esik.

Az euroövezeti reál-GDP-növekedésre és HICP-inflációra vonatkozó előrejelzések összehasonlítása

(átlagos éves változás, százalék)

	Adatközlés időpontja	GDP-növekedés			HICP-infláció		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013
IMF	2011. szeptember	1,6	1,1	1,5	2,5	1,5	1,7
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2011. november	1,6	0,8	1,6	2,6	1,8	1,8
A Consensus Economics előrejelzései	2011. november	1,6	0,4	1,5	2,7	1,8	1,8
OECD	2011. november	1,6	0,2	1,4	2,6	1,6	1,2
Európai Bizottság	2011. november	1,5	0,5	1,3	2,6	1,7	1,6
Az eurorendszer szakértői prognózisa	2011. december	1,5–1,7	-0,4–1,0	0,3–2,3	2,6–2,8	1,5–2,5	0,8–2,2

Forrás: Az Európai Bizottság gazdasági előrejelzése, 2011. ősz; A Nemzetközi Valutaalap világgazdasági előrejelzése, 2011. szeptember; az OECD 2011. novemberi gazdasági előrejelzése; a Consensus Economics előrejelzései; az EKB hivatásos előrejelző intézményekkel készített felmérése (SPF).

Megjegyzések: Az EKB szakértőinek makrogazdasági prognózisa és az OECD előrejelzései egyaránt munkanappal igazított éves növekedési ütemek, ezzel szemben az Európai Bizottság és az IMF növekedési adatai nincsenek az éves munkanapszám szerint korrigálva. A többi előrejelzés nem közli, hogy munkanap szerint kiigazított adatok szerepelnek-e benne vagy sem.

© Európai Központi Bank (2011)

Cím: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Németország
Postacím: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Németország
Telefon: +49 69 1344 0
Fax: +49 69 1344 6000
Internet: <http://www.ecb.europa.eu>

Minden jog fenntartva.

A kiadvány kizárólag oktatási és nem kereskedelmi célból, a forrás feltüntetésével sokszorosítható.