



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

AZ EKB SZAKÉRTŐINEK 2014. MÁRCIUSI MAKROGAZDASÁGI PROGNÓZISA AZ EUROÖVEZETRŐL¹

A reál-GDP 2014-ben a prognózis szerint mérsékelten növekszik, majd 2015-től a növekedés nagyobb lendületet vesz. A fellendülés feltételezett mozgatórugója, hogy a belső és a külső kereslet fokozatosan megélnkül. A külső keresletre a fokozatosan erősödő világkereslet hat jótékonyan, a belső kereslet pedig az enyhülő bizonytalanság mellett észlelhető bizalomjavulásból, az igen laza monetáris politikából és a rendelkezésre álló reáljövedelmeket bővítő olajár-csökkenésből profitál majd. A belső keresletet az elkövetkező években a kevésbé korlátozó fiskális politika és a fokozatosan javuló hitelkínálati helyzet is ösztönzi. Az állami és privátszektorokban zajló mérlegkiigazítási igényből és a magas munkanélküliségből fakadóan a növekedési kilátásokat érintő kedvezőtlen hatások ezzel párhuzamosan várhatóan fokozatosan enyhülnek az előrejelzési időszakban. A GDP 2014-ben várhatóan 1,2%-kal, 2015-ben 1,5%-kal, 2016-ban pedig 1,8%-kal emelkedik.

A fokozatosan erősödő kereslet és a szilárdan rögzített inflációs várakozások várhatóan a HICP-vel mért infláció emelkedéséhez vezetnek a vizsgált időszakban. Az euroövezet HICP-vel mért inflációja 2014-ben 1,0%, 2015-ben 1,3%, 2016-ban pedig 1,5% lesz. A visszafogott inflációs kilátások mögött főként a határidős olajár-kontraktusok (futures) csökkenő pályája és a lanya gazdasági konjunktúra áll. Figyelembe véve az emelkedő, de még mindig mérsékelt belföldi árodali nyomást, miközben a gazdaság fokozatosan élénkül, az élelmiszer- és energiaárak nélkül számított HICP-vel mért infláció a prognózis szerint a 2014. évi 1,1%-ról 2016-ban 1,7%-ra emelkedik.

A 2013. decemberi Havi jelentésben publikált makrogazdasági prognózissal összevetve a 2014-es reál-GDP-növekedési prognózist némileg felfelé módosították. A HICP-vel mért infláció várható alappályáját 2014-ben 0,1 százalékponttal lefelé módosították, ami a legfrissebb adatokat tükrözi, míg a 2015-ös prognózis nem változik.

A cikk most először nem csak a 2014-es és 2015-ös euroövezeti makrogazdasági prognózist, hanem a 2016. évit is összefoglalja. Egy ilyen hosszú időszakra viszont csak nagyfokú bizonytalansággal adható előrejelzés.² A makrogazdasági prognózis értelmezése során ezt szem előtt kell tartani.

NEMZETKÖZI KÖRNYEZET

A világgazdaság reál-GDP-jének növekedése (az euroövezetet nem számítva) az előrejelzési horizonton a 2013. évi 3,4%-ról 2016-ban fokozatosan 4,1%-ra élénkül. Miközben a fejlett országokban 2013 második felében valamelyest élénkült a gazdaság, a feltörekvő gazdaságokban a növekedés lanyhult, ami a gyenge belföldi keresletnek, a további támogató belföldi intézkedések korlátozott mozgásterének és a pénzügyi piacokon érzékelhető feszültségeknek tudható be. A globális hangulatmutatók rövid távon kedvező üzleti viszonyokat jeleznek, ami megfelel a fokozatosan erősödő világgazdasági élénkülésnek. Miközben néhány feltörekvő gazdaságban az elmúlt időszakban pénzügyi feszültségek léptek fel, a pénzügyi helyzet általában véve stabilnak mondható az amerikai szövetségi nyílt piaci bizottság eszközvásárlásokat kifuttató döntése nyomán, ellentétben a 2013 közepén tapasztalt nehézségekkel, amikor a Fed első ízben jelentette be hasonló intézkedés lehetőségét. A világgazdaságban fokozatos fellendülés vetíthető előre. A fejlett gazdaságokban erősödik a bizalom, és élénkül a belföldi kereslet, ahogy gyengül a magánszektor adósságleépítése, és kevesebb fiskális konszolidációs intézkedés várható, bár a munkaerőpiacon valószínűleg csak lassan lesz érezhető javulás. A fejlett országok erősebb növekedése támogathatja a feltörekvő gazdaságokat.

¹ Az EKB makrogazdasági prognózisát a Kormányzótanács a gazdasági folyamatok és az árstabilitási kockázatok értékelése során veszi figyelembe. A prognózishoz használt eljárásról és módszerekről az EKB honlapján az Útmutató az eurorendszer makrogazdasági szakértői prognózisának készítéséhez című, 2001. júniusi kiadványban olvashatunk. A legfrissebb felhasznált információk beérkezésének utolsó időpontja 2014. február 20.

² Lásd „Az eurorendszer szakértői makrogazdasági prognózisának értékelése” című cikket a Havi jelentés 2013. májusi számában.

A világkereskedelem az utóbbi időszakban javul, ami megfelel a gazdasági teljesítmény szerény javulásának. A legfrissebb adatok is javulást jeleznek rövid távon. Előretekintve a világkereskedelem fokozatos erősödése várható, miközben az előrejelzési időszak végén a kereskedelem gazdasági helyzethez kapcsolódó rugalmassága a világválság előtti szint alatt marad. Az euroövezet nélkül tekintett világkereskedelem a prognózis szerint 2013-ban 3,8%-kal, 2016-ban pedig 6,2%-kal emelkedik. Mivel az euroövezet fő kereskedelmi partnerei által támasztott kereslet a világ többi részéhez képest lassabban növekszik, az övezet külső kereslete is némileg visszafogottabb lesz.

1. táblázat A nemzetközi környezet

(éves százalékos változás)

	2014. március				2013. december utáni módosítások		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
Világ reál-GDP-je (euroövezet nélkül)	3,4	3,9	4,0	4,1	0,1	0,0	-0,1
Világ reál-GDP (euroövezet nélkül) ¹⁾	3,8	5,1	6,2	6,2	-0,2	-0,5	-0,2
Euroövezeti külső kereslet ²⁾	3,0	4,5	5,6	5,8	0,0	-0,5	-0,1

1) Az import súlyozott átlagaként számítva.

2) Az euroövezet kereskedelmi partnerei importadatainak súlyozott átlagaként számítják.

A 2013. decemberi Havi jelentésben publikált makrogazdasági prognózissal összevetve a világkereskedelemre adott előrejelzést alig módosították. Az euroövezet külső keresletére adott előrejelzés 2014-re lefelé módosították, 2015-ben viszont mindent egybevéve változatlan. A 2014-es módosítás a külkereskedelem 2013 második felében tapasztalható, jelzettnél lassúbb alakulása okozta negatív áthúzó hatással magyarázható, ami rövid távon megfigyelhető lesz.

1. keretes írás

A KAMATOKRA, ÁRFOLYAMOKRA, NYERSANYAGÁRAKRA ÉS A FISKÁLIS POLITIKÁRA VONATKOZÓ TECHNIKAI FELTEVÉSEK

A kamatokra és a nyersanyagárokra vonatkozó technikai feltevések a 2014. február 12-ével záruló időszak piaci várakozásain alapulnak. A rövid lejáratú kamatokra vonatkozó feltevés tisztán technikai jellegű. Mérésük a három hónapos EURIBOR-ral, a piaci várakozások számítása pedig a határidős tőzsdői hozamok (futures) alapján történik. A módszertan alapján a rövid lejáratú átlagos kamatszint 2014-ben 0,3%, 2015-ben 0,4%, 2016-ban pedig 0,8%. Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó piaci várakozások 2014-ben átlagosan 2,8%-ot, 2015-ben 3,2%-ot, 2016-ban pedig 3,6%-ot mutatnak¹. Az eurorendszer nem pénzügyi magánszektorának kihelyezett hitelek kompozit banki kamatai – amelyek egyrészt a határidős piaci hozamok pályáját, másrészt a piaci kamatlábak változásának a hitelkamatokba való fokozatos átgyűrűzését tükrözik – körülbelül 2014 elején várhatóan elérik mélypontjukat, majd fokozatosan emelkedni kezdenek. A nyersanyagárok tekintve az adatgyűjtés zárónapja előtti kéthetes periódus futures árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent-nyersolajár a 2013-as 108,8 USA-dollárról 2016-ban 96,9 dollárra esik. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár alapú ára 2014-ben várhatóan lemegy, 2015-ben és 2016-ban pedig emelkedni fog².

A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az adatgyűjtés zárónapját (2014. február 12.) megelőző két hétben érvényesülő átlagos szinten maradnak az előrejelzési időszakban. Ez 2014 és 2016 között 1,36-os USD/euro árfolyamot jelent, ami 2,1%-kal haladja meg a 2013. évit. Az effektív euroárfolyam a feltevés szerint átlagosan 1,6%-kal lesz erősebb, mint 2013-ban.

Technikai feltevések

	2014. március				A 2013. december utáni módosítások ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
Háromhavi EURIBOR (éves százalék)	0,2	0,3	0,4	0,8	0,0	0,0	-0,1
Tízéves államkötvény-hozam (éves százalék)	2,9	2,8	3,2	3,6	0,0	-0,3	-0,3
Nyersolajár (USD/hordó)	108,8	105,8	101,1	96,9	0,6	1,8	1,9
Energián kívüli nyersanyagárak, USD (éves változás, %)	-5,2	-2,5	3,1	4,8	0,2	0,1	-0,7
USD/euro árfolyam	1,33	1,36	1,36	1,36	0,2	0,9	0,8
Nomináleffektív euroárfolyam (éves változás, %)	3,8	1,6	0,0	0,0	0,1	0,8	0,0

1) A módosítások a szintek esetében százalékban, a növekedési ütemek esetében különbözetben, a kamatok és hozamok esetében pedig százalékpontban vannak megadva. A módosításokat kerekítésmentes adatokból számolják.

A fiskális politikai feltevések az euroövezet egyes országainak 2014. február 20-án rendelkezésre álló költségvetési terveit veszik alapul. Figyelembe veszik a nemzeti parlamentek által már elfogadott fiskális politikai intézkedéseket, továbbá a kormányok által megfelelő részletességgel kidolgozott minden olyan intézkedést, amelyet a jogalkotók nagy valószínűséggel elfogadnak.

A 2013. decemberi Havi jelentéssel összevetve a technikai feltevések viszonylag csekély mértékben változtak. Alacsonyabb lett kissé a hosszú lejáratú euroövezeti kamatszintre adott feltevés, valamint valamivel magasabb USA-dollár alapú olajárfelvétel és az euroárfolyam kismértékű felértékelődést tartalmaz.

- 1 A tízéves lejáratú euroövezetbeli államkötvények nominális hozamára vonatkozó feltevés az egyes országok tízéves benchmark kötvényhozamának súlyozott átlagán alapul, amelyet az éves GDP-adatokkal súlyoznak, és az EKB euroövezeti tízéves névleges összkötvényhozamából számított határidős pályával meghosszabbítanak úgy, hogy a két sorozat közötti kezdeti diszkrpanciát az előrejelzési időszakban konstansnak tekintik. Az országspecifikus államkötvényhozamok és a megfelelő euroövezeti átlag közötti rés a feltevés szerint a vizsgált időszakban állandó.
- 2 A kőolaj- és élelmiszerjellegű nyersanyagárakra vonatkozó feltevések kiszámítása az előrejelzési időszak végéig érvényes futúres árakon alapul. Az egyéb, nem energia jellegű szilárd nyersanyagok esetében az a feltevés, hogy az árak 2015 első negyedévéig a futúres árakat követik, majd a világgazdasági konjunktúrának megfelelően alakulnak. A jelenleg a fogyasztói élelmiszerárak előrejelzésére használt euroalapú mezőgazdasági termelői árakat az EU-ban olyan ökonometriai modellekkel becslik, amelyek a nemzetközi élelmiszerjellegű nyersanyagárak alakulását veszik figyelembe.

A REÁL-GDP NÖVEKEDÉSÉRE ADOTT PROGNÓZIS

A reál-GDP 2013 utolsó negyedévében mérsékelt ütemben tovább javult, az előző negyedévi adathoz képest 0,3%-kal, a második és harmadik negyedév 0,3%, illetve 0,1% üteme után (lásd az ábrát). A közelmúlt felmérési adatai a hosszú távon megfigyelt átlagos szintek felett állandósultak, ami azt jelzi, hogy 2014 első negyedévében tovább élénkült a gazdaság. Az egyes országokban tapasztalt enyhe tél is valószínűleg támogatta az első negyedév gazdasági teljesítményét. A növekedési alappályát tekintve 2014 folyamán mérsékelt ütemre számítanak, amelyet a későbbi időszakban erősödni fog. Az előrejelzési időszakban várt gazdaságélénkülés mögötti fő tényezők a belföldi kereslet fokozatos megerősödése az enyhülő bizonytalanság mellett észlelhető bizalomjavulás nyomán, az igen laza monetáris politika, valamint a rendelkezésre álló reáljövedelmeket bővítő olajár-csökkenés. A belső keresletet az elkövetkező években emellett a kevésbé korlátozó fiskális politika és a fokozatosan javuló hitelkínálati helyzet is ösztönzi. Az előrejelzési időszakban emellett a konjunktúrát egyre inkább erősíti a külső kereslet fokozatos erősödésének kedvező exportjavító hatása, amit azonban kezdetben részben fékez az effektív euroárfolyam múltbeli felértékelődésének hatása. Az állami és privátszektorokban zajló mérlegkiigazítási igényből, a magas munkanélküliségből és a még mindig valamelyest megemelkedett bizonytalanságból

fakadóan a növekedési kilátásokat érintő kedvezőtlen hatások ugyanakkor az előrejelzési időszak folyamán várhatóan fokozatosan enyhülnek.

A fellendülés üteme hosszabb időszakot figyelembe véve általánosan visszafogott lesz, és így az euroövezeti reál-GDP várhatóan csak 2015 vége után haladja meg a válság előtti (tehát 2008 első negyedévi) szintet. A reál-GDP éves szinten 2014-ben várhatóan 1,2%-kal, 2015-ben 1,5%-kal, 2016-ban pedig 1,8%-kal bővül. Ez a növekedési dinamika a belföldi kereslet stabilan növekvő élénkítő hatásának és a nettó export kismértékű, ám pozitív hozzájárulásának együttes hatását tükrözi. Ahogy a növekedés várhatóan meghaladja a potenciális ütemet, a gazdasági pangás fokozatosan kevésbé lesz érzékelhető az időszakban.

A növekedés elemeit közelebbről megvizsgálva az euroövezeten kívülre irányuló kivitel 2014 és 2015 folyamán lendületet nyer, ami az euroövezet külső kereslete növekedésének és az euro múltbeli felértékelődéséből adódó kedvezőtlen hatás fokozatos enyhülésének tudható be. Az időszakban az euroövezet exportpiaci részesedése várhatóan csökken, ami a közelmúltban tapasztalt versenyképesség-vesztést tükrözi. Az euroövezeten belüli export a prognózis szerint lassabban bővül, mint az övezeten kívülre irányuló export, ami az övezet viszonylag gyenge belső keresletének tudható be.

A vállalati beruházások az előrejelzés szerint fokozatosan élénkülnek, bár ütemük még túl lassú ahhoz, hogy visszatérjen a válság előtti szintre. Az előrejelzési időszakban a vállalati beruházások bővülését több tényező is támogatja: előreláthatólag fokozatosan erősödik a belföldi és a külső kereslet; igen alacsony lesz a kamatszint; enyhül a bizonytalanság; a több évi visszafogott beruházási tevékenység után modernizálni kell a tőkeállományt; enyhülnek a kedvezőtlen hitelkínálati hatások; a gazdaság élénkülésével párhuzamosan némileg javulnak a profitmárgók. Egyes tényezők együttes negatív hatása azonban – például hogy sok a kihasználatlan kapacitás, a vállalati mérlegek további konszolidációjára van szükség, helyenként kedvezőtlen a finanszírozási helyzet, valamint az övezet egyes tagországaiban viszonylag nagyfokú bizonytalanság uralkodik – várhatóan csak fokozatosan enyhül az időszak során.

A lakáscélú ingatlanberuházás 2014 első felében várhatóan szerény ütemben bővül, majd az időszak hátralevő részében is csak kevés lendületet kap. Néhány országban a további lakáspiaci korrekció igénye és a rendelkezésre álló reáljövedelem gyenge növekedése miatt továbbra is nyomottak a kilátások. Emellett az egyes országokban megfigyelhető, hosszú távú összehasonlításban is alacsony jelzőlag-kamatszinttel támogatott lakáscélú beruházások viszonylagos vonzereje csak fokozatosan fejtheti ki a hatását, mivel a szóban forgó országokban az építőipar csaknem elérte kapacitásainak határát. Az állami beruházások az előrejelzési időszakban várhatóan változatlanul viszonylag visszafogottan alakulnak, ami a több euroövezeti tagországban tervezett fiskális konszolidációs intézkedéseknek tulajdonítható.

A dolgozói létszámban kifejezett foglalkoztatás az előrejelzés szerint 2014-ben szerény ütemben, majd a későbbiekben élénkebben emelkedik. A visszafogott élénkülést az magyarázza, hogy a gazdasági teljesítmény csak kismértékben javul, a foglalkoztatás a kibocsátás ingadozására jellemzően csak késve reagál, az egy dolgozóra eső munkaóraszám kissé megemelkedik, az állami szektor dolgozói létszámát tovább kurtítják, és néhány országban a nagyfokú bizonytalanság visszafogja a privátszférabeli munkaerő-felvételi kedvet. Az említett tényezők valószínűleg többet nyomnak a latban, mint a munkaerő-piaci reformok pozitív hatása, aminek eredményeképpen nőtt a rugalmasság, és néhány feszültséggel küzdő országban lejjebb került a munkahelyteremtéshez kapcsolódó kibocsátásnövekedési küszöb. A munkaerő-állomány az előrejelzési időszak során várhatóan szerény ütemben bővül, ahogy a lakosság egyes rétegei fokozatosan visszatérnek a munkaerőpiacra. A munkanélküliségi ráta az időszak során némileg csökken, de 2016-ban is 11% fölött marad. A munkaerő (egy alkalmazottra jutó kibocsátásban mért) termelékenysége az előrejelzési időszak során előreláthatólag lassan javul, ami a gazdaság várható gyorsulását és a foglalkoztatás késleltetett reakcióját tükrözi.

2. táblázat: Az euroövezet makrogazdasági prognózisa

(éves változás, %)

	2014. március				Módosítás 2013. december óta ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
Reál-GDP ³⁾	-0,4	1,2	1,5	1,8	0,0	0,1	-0,1
		[0,8 – 1,6] ⁴⁾	[0,4 – 2,6] ⁴⁾	[0,7 – 2,9] ⁴⁾			
Magánszektor fogyasztása	-0,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,0	0,0
Kormányzati fogyasztás	0,2	0,4	0,4	0,7	0,1	0,1	0,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-2,9	2,1	2,7	3,7	0,1	0,5	-0,1
Export ⁵⁾	1,1	3,6	4,7	5,1	0,1	-0,1	-0,2
Import ⁵⁾	0,0	3,5	4,7	5,2	0,1	0,0	0,0
Foglalkoztatás Munkanélküliségi ráta (a munkaerő-állomány %-ában)	-0,8 12,1	0,2 11,9	0,5 11,7	0,7 11,4	0,0 0,0	0,0 -0,1	0,1 -0,1
HICP	1,4	1,0	1,3	1,5	0,0	-0,1	0,0
		[0,7 – 1,3] ⁴⁾	[0,6 – 2,0] ⁴⁾	[0,7 – 2,3] ⁴⁾			
HICP energia nélkül	1,4	1,2	1,5	1,7	0,0	-0,1	0,0
HICP energia és élelmiszer nélkül	1,1	1,1	1,4	1,7	0,0	-0,2	0,0
HICP energia, élelmiszer és közvetettadó-változás nélkül ⁶⁾	1,0	1,0	1,4	1,7	0,0	-0,1	0,0
Fajlagos munkaerőköltség	1,2	0,8	1,0	1,2	-0,2	-0,2	0,0
Egy munkavállalóra jutó jövedelem	1,7	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Munkatermelékenység	0,4	0,9	1,0	1,1	0,1	0,1	-0,1
Államháztartási költségvetés egyenlege (GDP %-ában)	-3,2	-2,7	-2,5	-2,1	0,0	-0,1	-0,1
Strukturális egyenleg (GDP %-ában) ⁷⁾	-2,5	-2,2	-2,2	-2,0	0,0	0,0	-0,1
Államháztartás bruttó adóssága (GDP %-ában)	92,9	93,5	93,2	92,2	-0,3	-0,1	0,2
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP %-ában)	2,2	2,4	2,6	2,7	0,2	0,2	0,0

1) Az euroövezeti adatok a 2013-as HICP kivételével Lettországot is magukban foglalják. A HICP-re vonatkozó 2014. évi átlagos százalékos változások az euroövezet 2013. évi, Lettországot is tartalmazó összetételén alapulnak.

2) A módosításokat kerekítésmentes adatokból számolják.

3) Munkanappal korrigált adatok.

4) A prognózist övező sávokat többéves időszak prognózisai és tényleges adatai közötti különbség figyelembevételével határozzák meg. A sávszélesség az eltérések átlagos abszolút értékének kétszerese. A sávok kiszámítására alkalmazott módszert, amely rendkívüli események miatti korrekciót is magában foglal, az „Új eljárás az eurorendszer és az EKB szakértői prognózisának sávok számítására” című, 2009. decemberi kiadvány ismerteti, amely az EKB honlapján is olvasható.

5) Euroövezeten belüli kereskedelmet is magában foglalja.

6) A részindex a közvetett adók tényleges hatására adott becsléseken alapul. Eltérhet az Eurostat által közölt adatoktól, amelyek azzal a feltevéssel élnek, hogy az adózási hatások teljes mértékben és azonnal átgyűrűznek a HICP-be.

7) A kormányzati egyenlegnek a gazdasági ciklus átmeneti hatásaitól és a kormányzatok ideiglenes hatályú intézkedéseitől megtisztított értékében megadva. A számítás az EKB-nak a ciklussal korrigált költségvetési egyenleg számításához használt módszertanát követi (lásd Bouthevillain, C. et al., „Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach”, Műhelytanulmány-sorozat, 77, EKB, 2001. szeptember) és a KBER ideiglenes intézkedésekről adott meghatározását (lásd Kremer, J. et al., „A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances”, Műhelytanulmány-sorozat, 579, EKB, 2007. január). A strukturális egyenlegre vonatkozó prognózist nem a kibocsátási rés aggregált mérőszámából számítják. A KBER-metodológia szerint a ciklikus elemeket az eltérő bevételi és kiadási tételekre külön számítják. Erről és a bizottsági módszertanról bővebben lásd a 2012. márciusi Havi jelentés „Cyclical adjustment of the government budget balance” (A kormányzati költségvetési egyenleg ciklikus kiigazítása) című keretes írást.

A magánszektor fogyasztása 2014 folyamán és utána várhatóan megélnkül, ahogy a fokozatosan javuló munkaerő-piaci helyzet és az alacsony infláció nyomán a rendelkezésre álló jövedelmek gyorsabb ütemben bővülnek. A fogyasztásnövekedés ütemét csak részben mérsékeli, ahogy kissé megemelkedik a megtakarítási ráta. A kormányzati szektor fogyasztása az előrejelzési időszak során mérsékeltten növekszik.

Az euroövezeten kívüli országokból való behozatal növekedése várhatóan mérsékelt ütemben gyorsul az időszakban, ami részben az euro árfolyamában érzékelt erősödésnek tudható be. Ugyanakkor a visszafogott összkéréslet-növekedés korlátozza a folyamatot. A nettó kereskedelem várhatóan pozitív, de mérsékelt mértékben járul hozzá az időszak reál-GDP-jének növekedéséhez, miközben a folyó fizetési mérlegen regisztrált többlet várhatóan emelkedik és 2016-ban eléri a GDP 2,7%-át.

A 2013. decemberi Havi jelentésben publikált makrogazdasági prognózissal összevetve a 2014-es reál-GDP-növekedési prognózist kevéssel felfelé módosították.

ÁR- ÉS KÖLTSÉGPROGNÓZIS

Az Eurostat gyorsbecslése szerint a teljes HICP-vel mért infláció 2014 februárjában 0.8% volt, vagyis 2013 negyedik negyedéve óta nem változott. Az visszafogott aktuális inflációs ráták az energiaárak csökkenésének, az élelmiszerárak visszafogott növekedésének, valamint a szolgáltatások és a nem energiajellegű iparcikkek visszafogott áralakulási trendjének eredőjeként jelentkeznek (lásd a 3. fejezetet és ennek a Havi jelentésnek az „Impact of services and non-energy industrial goods prices on the decline of HICP inflation” című kereter írását)

Ami az áralakulási kilátásokat illeti, a HICP-infláció várhatóan rövid távon alacsony szinten marad, majd 2014-től, a kibocsátás fellendülésével párhuzamosan emelkedni kezd. Az éves infláció 2014-ben 1,0%-ra, 2015-ben 1,3%-ra, 2016-ban pedig 1,5%-ra prognosztizálható. 2016 végén a ráta várható értéke 1,7% lesz.

A visszafogott inflációs kilátások hátterében vélhetően főként a határidős olajár-kontraktusok (futures) csökkenő pályája és a jelenlegi lanya gazdasági teljesítmény áll. A kereslet fokozatos élénkülése és a kapacitásfelesleg szilárdan rögzített inflációs várakozások melletti folyamatos apadása várhatóan lehetővé teszi, hogy a haszonkulcsok és a fajlagos munkaerőköltség az övezet jelentős területein némileg emelkedjen. Emellett az, hogy a válság sújtotta országokban az árakra és a költségekre fokozatosan egyre kisebb kiigazítási kényszer nehezedik, szintén hozzájárulhat a HICP-infláció előrejelzési időszakbeli emelkedéséhez.

Konkrétabban: az előrejelzési időszakban az energiaárak kismértékű csökkenése valószínűsíthető, ami az olajár feltételezett pályáját tükrözi. Mindez a lefelé módosítja a HICP-inflációt. Az energiaárak változása az előrejelzési időszakban várhatóan csak alig érzékelhető mértékben járul hozzá a HICP-inflációhoz; összehasonlításképpen: 1999 óta ez a részesedés átlagosan 0,5 százalékpont volt.

Az élelmiszerárak inflációja várhatóan tovább mérséklődik 2014 első három negyedévében, aminek hátterében az élelmiszer-alapanyagok (euróban kifejezett) árának múltbeli csökkenése és lefelé irányuló bázishatások állnak. A prognózis szerint az élelmiszerár-emelkedés az előrejelzési időszak fennmaradó részében felgyorsul, összhangban az élelmiszer-alapanyagok árának az időszak során feltételezett emelkedésével. A tárgyidőszak alatt az élelmiszerárak inflációnövelő hatása a prognózis szerint átlagosan 0,3 százalékponttal növeli a teljes HICP-inflációt, ami némileg alacsonyabb, mint az 1999 óta mért, 0,5 százalékpontos átlagérték.

Az energia- és élelmiszerár-emelkedéstől megtisztított HICP-infláció várhatóan fokozatosan emelkedik 2014 során, az év egészét tekintve átlagosan 1,1%-kal, majd 2015-ben 1,4%-ot, 2016-ban pedig 1,7%-ot ér el. Ezeknek a folyamatoknak a hátterében várhatóan a kibocsátás-növekedés prognosztizált fokozatos élénkülése áll. Az előrejelzés szerint ez a komponens az előrejelzési időszak során átlagosan 1,0

százalékponttal járul hozzá a teljes HICP-inflációhoz, ami kissé alacsonyabb, mint az 1999 óta mért 1,1 százalékpontos átlagérték.

A fiskális konszolidációs tervekben szereplő közvetettadó-emelések várhatóan jelentősen – nagyjából 0,2 százalékponttal – megemelik a 2014-es HICP-inflációt, ami nagyságrendileg megegyezik a 2013-ban regisztrált mértékkel. 2015-ben és 2016-ban viszont a prognózis nem számol a közvetett adók inflációemelő hatásával, hiszen az ekkor esedékes költségvetési intézkedésekről egyelőre nem állnak rendelkezésre adatok. Az energia- és élelmiszerár-emelkedéstől, valamint a közvetett adók emelésének hatásától megtisztított HICP ennek megfelelően kissé erőteljesebben növekszik majd, mint az adóemelést tartalmazó index.

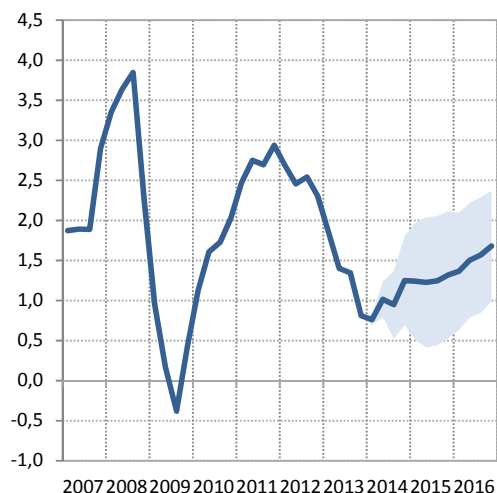
A külső ároldali nyomás 2013 során enyhült a lanya világgazdasági kereslet, az effektív euroárfolyam erősödése, valamint az olajár és az olajat nem tartalmazó nyersanyagár-komponens csökkenése miatt. E tényezők eredőjeként az év során csökkent az importdeflátor. Ami azonban a kilátásokat illeti, a globális kereslet előrejelzési időszakra prognosztizált élénküléséből, az energián kívüli nyersanyagárak várható növekedéséből és az euro múltbéli felértékelődésének gyengülő hatásából kiindulva az importdeflátor várhatóan mind 2014-ben, mind az időszak fennmaradó részében emelkedni fog. A prognózis szerint 2016-ban hozzávetőleg 1,1%-os átlagot ér el, amely a hosszú távú átlagos növekedési ütem közelében van.

Ami az inflációra gyakorolt belföldi hatásokat illeti, mivel az euroövezetben változatlanul gyenge a munkaerő-piaci helyzet – igaz, lassan javul –, az egy munkavállalóra jutó jövedelem éves növekedési üteme a prognózis szerint jobbra változatlan marad 2014-ben, majd nagyobb lendületet vesz 2015-ben és 2016-ban. A fajlagos munkaerőköltség növekedési üteme várhatóan csökken 2014-ben, ami a termelékenység-növekedés ciklikus emelkedését – lévén, hogy a foglalkoztatás csak némi lemaradással reagál a gazdasági fellendülésre – és az egy főre jutó munkavállalói jövedelemnek az év során nagyjából változatlan növekedési ütemét tükrözi. A fellendülés 2015-ös és 2016-os élénkülésével és a munkaerőpiaci-helyzet fokozatos javulásával az egy főre jutó munkavállalói jövedelemnek a termelékenységét kissé meghaladó növekedési üteme várhatóan kissé megemeli a fajlagos munkaerőköltség növekedési ütemét. A haszonkulcsmutató növekedése (vagyis a tényezőkölségen számított GDP-deflátor és a fajlagos munkaerőköltség növekedésének különbsége) 2014-ben várhatóan élénkül, az előrejelzési időszakban pedig némileg tovább emelkedik, és ezt a folyamatot a gazdasági környezet várható javulása támogatja.

1. ábra Makrogazdasági prognózis¹⁾

(negyedéves adatok)

Euroövezeti HICP
(éves változás, százalék)



Euroövezeti reál-GDP²⁾
(negyedéves változás, százalék)



1) A prognózis alappályáját övező sávokat többéves időszak prognózisai és tényleges adatai közötti különbség alapján határozzák meg. A sáv szélesség az eltérések átlagos abszolút értékének kétszerese. A sávok kiszámítására 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 az EKB weboldalán is olvasható.

2) Munkanappal korrigált adatok.

A Havi jelentés 2013. decemberi számában közölt makrogazdasági prognózissal összevetve a HICP-vel mért inflációnak a 2014-re prognosztizált emelkedése 0,1 százalékponttal lefelé módosult, a 2015-ös prognózis viszont változatlan maradt.

KÖLTSÉGVETÉSI KILÁTÁSOK

Az 1. keretes írásban ismertetett feltételezések alapján az euroövezet GDP-arányos államháztartási hiánya a 2013-as 3,2%-ról 2014-ben 2,7%-ra, 2016-ban pedig 2,1%-ra csökken. A 2014-es alacsonyabb prognosztizált deficit a több országban végrehajtott költségvetési konszolidációs intézkedéseket, valamint a pénzügyi szektornak nyújtott állami segítség visszafogását tükrözi. 2015-ben és 2016-ban az államháztartási hiány fokozatos csökkenése várhatóan jórészt a ciklikus komponens csökkenő kapacitásfelesleg melletti kedvező hatásának, valamint kisebb mértékben a strukturális komponens folyamatos javulásának (utóbbi az előző évekhez képest várhatóan lassúbb ütemben javul) tudható be. Emiatt a strukturális – azaz a gazdasági ciklussal kiigazított és valamennyi átmeneti intézkedéstől megtisztított – költségvetési egyenleg várhatóan érzékelhetően javul 2014-ben, az előrejelzési időszak fennmaradó részében pedig ennél kisebb mértékben. Az euroövezet GDP-arányos bruttó államadóssága 2014-ben éri el csúcspontját 93,5%-on, majd 2016-ban 92,2%-ra csökken.

ÉRZÉKENYSÉGI ELEMZÉS

A prognózis egyes kulcsfontosságú változók tekintetében fokozottan támaszkodik technikai feltevésekre. E változók némelyike komolyan befolyásolhatja az euroövezeti prognózis adatait, éppen ezért annak vizsgálata, hogy a prognózis mennyire érzékeny a feltevések alternatív pályáira, segíthet elemezni az alapprognózist övező kockázatokat. Jelen keretes írás a prognózis három legfontosabb alapfeltevését, és a prognózis velük szembeni érzékenységét ismerteti.¹

1) AZ OLAJ ÁRALAKULÁSÁNAK ALTERNATÍV PÁLYÁJA

Az EKB jelen szakértői prognózisában szereplő olajár-feltevések piaci várakozásokon alapulnak, amelyeket a prognózis zárónapját megelőző kéthetes időszak határidős tőzsdei (futures) árfolyamai alapján mérnek. E mutatók jelenleg az olajár egyenletes csökkenésére engednek következtetni az előrejelzési időszakban. E pályát azonban változatlanul bizonytalanság övezi mind a kereslet, mind kínálat szempontjából.

Keresleti oldalon a feltörekvő gazdaságok növekedésének lelassulása negatívan befolyásolhatja a nyersanyagok világpiaci árának alakulását. Ugyanakkor, ha a világgazdaság, és különösen az Egyesült Államok fellendülése a várnál erőteljesebb lesz, az olaj ára a feltevésben szereplőnél magasabbra emelkedhet. Ami a kínálatot illeti, a palaolaj-kitermelés térnyerésének hatása a szakértők megítélése szerint csak korlátozott lesz az előrejelzési időszakban, mégpedig két okból. Először is, a palaolaj-kitermelés hatásának döntő részét a piaci szereplők a jelek szerint már beárazták, másodsor, az amerikai kitermelés nagyságrendjének jelentősebb megváltozása is csak kevésbé jelentkezne a világpiaci árakban, mivel Szaúd-Arábia feltételezhetően ellenkező irányba módosítaná saját kitermelését. Bizonyos váratlan geopolitikai események ugyanakkor a kőolajár-emelkedés irányába ható kínálati nyomást generálhatnak.

Összefoglalva, a globális fellendüléssel összefüggésben nem zárható ki az alapprognózisban feltételezettnél magasabb olajár. Ennek megfelelően ebben az érzékenységi elemzésben a határidős tőzsdei olajár-folyam felfelé módosított pályája szerepel, amelyet az amerikai feldolgozóipar kapacitáskihasználtságán alapján számítottunk.² Az alternatív pálya azon a feltevésen alapul, hogy az olaj ára 2014-ben 2%-kal, 2015-ben 8%-kal, 2016-ban pedig 14%-kal magasabb lesz a határidős tőzsdei árfolyamnál. Az EKB szakértőinek makrogazdasági modelljei azt mutatják, hogy a magasabb olajár miatt a HICP-infláció 2015-ben és 2016-ban 0,2 százalékponttal lenne magasabb az alapprognózisban szereplő értéknél. A magasabb olajár ugyanakkor a reál-GDP növekedését is visszafogná, amely így 2016-ban 0,1 százalékponttal alacsonyabb lenne.

2) ALACSONYABB EUROÁRFOLYAM

Az eurónak az euroövezet 20 legfontosabb kereskedelmi partneréhez viszonyított nomináleffektív árfolyama az elmúlt hónapokban erősödött, így jelenleg 3%-kal az 1999 óta mért hosszú távú történelmi átlag alatt van. Az erősödést a piaci szereplők jórészt a globális befektetők feltörekvő piaci eszközökből való és jelenleg is tartó kivonulásának (az így felszabaduló tőke egy része euroövezeti eszközökbe áramlik), a nagy nyersanyagexportőr országok árfolyam-korrekciójának, valamint a japán jen tartós gyengeségének tulajdonítják.

Az alap előrejelzés abból a feltevésből indul ki, hogy a bilaterális árfolyamok az adatgyűjtés zárónapját (2014. február 12.) megelőző két hétben érvényesülő átlagos szinten maradnak az előrejelzési időszakban. Ezt szem előtt tartva és szemléltetésképpen stilizált alternatív árfolyampályát vázoltunk fel, amely abból a forgatókönyvből indul ki, hogy az euro nomináleffektív árfolyama 2014 második negyedévéől kezdődően 3%-kal leértékelődik. A szimuláció eredményeként az előrejelzési időszak minden egyes évében 0,1–0,2 százalékponttal magasabb reál-GDP-növekedést és HICP-inflációt kaptunk.

3) TOVÁBBI KÖLTSÉGVETÉSI KONSZOLIDÁCIÓ

Amint az 1. keretes írásban említettük, a fiskális politikai feltevések alapja a nemzeti parlamentek által már elfogadott összes intézkedés, illetve a kormányok által kellő részletességgel kidolgozott minden olyan intézkedés, amelyet a jogalkotók nagy valószínűséggel elfogadnak. A legtöbb ország esetében az alapprognózisban szereplő intézkedések nem elégitik ki azokat a fiskális konszolidációs követelményeket, amelyek a Stabilitási és Növekedési Paktum korrekciós és preventív ágát alkotják. Az e követelmények teljesítése iránti elkötelezettség nagyjából kiolvasható a tagországok kormányainak 2014-es költségvetési törvényeiben, illetve költségvetési terveinek tervezeteiben, az EU-IMF programdokumentumokban és bizonyos mértékig a 2013-as (és 2014 áprilisában aktualizálandó) stabilitási programokban foglalt költségvetési célkitűzésekből. Ám a célkitűzések elérését szolgáló mögöttes intézkedések igen gyakran vagy teljes egészében hiányoznak, vagy nem eléggé konkretizáltak. Ennek megfelelően az alapprognózisban nem vettük figyelembe őket, különösen a 2015–2016-os időszakban, amelyre a legtöbb ország esetében nem terjednek ki az aktuális költségvetési tervek. Nem csak szükséges tehát, hanem valószínű is, hogy a kormányok az alapprognózisban szereplőkön túl további fiskális konszolidációs intézkedéseket is hoznak 2016-ig.

A fiskális érzékenységi elemzést megalapozó feltevések

A fiskális érzékenységi elemzés kiindulópontja a kormányok költségvetési célkitűzései és a költségvetési prognózis alapprognózis közti „fiskális rés”. A várható további költségvetési konszolidációt országspecifikus körülmények és információk (méret és összetétel) segítségével mutatják ki. Konkrétabban, az országspecifikus információkkal a költségvetési célkitűzéseket övező bizonytalanságot, a további fiskális konszolidációs intézkedések valószínűségét és a hozzájuk kapcsolódó makrogazdasági visszacsatolási hatásokat igyekeznek megragadni.

E megközelítés alapján az euroövezetben a további konszolidáció mértéke a GDP 0,1%-át teszi ki 2014-ben; 2015-ben több (nagyjából a GDP 0,6%-ának megfelelő), 2016-ban pedig némileg kevesebb (nagyjából a GDP 0,3%-ának megfelelő) további intézkedés valószínűsíthető. Így 2016-ig bezárólag a további konszolidáció kumulált értéke a GDP 1,0%-ának teszi ki. Ami a fiskális intézkedések összetételét illeti, az érzékenységi elemzésben a legvalószínűbb további konszolidációs erőfeszítések ország- és időszak-specifikus profiljait is igyekeznek figyelembe venni. Az aktuális értékelés megállapítása szerint euroövezeti aggregált szinten a fiskális konszolidáció súlypontja kissé a költségvetés kiadási oldala felé billen, jöllehet a közvetett és a közvetlen adók, valamint a társadalombiztosítási járulékok emelkedésével is számol.

A további költségvetési konszolidáció makrogazdasági hatása

A fiskális érzékenységi elemzés euroövezeti reál-GDP-növekedésre és HICP-inflációra gyakorolt hatásának szimulációs eredményeit – amelyeket az EKB New Area-Wide Model-je³ segítségével generáltak – az alábbi táblázat foglalja össze.

A további fiskális konszolidációnak az euroövezet GDP-növekedésére és HICP inflációjára gyakorolt, becsült makrogazdasági hatása

Feltételezés (a GDP %-ában)	2014	2015	2016
Kormányzati költségvetési célkitűzés ¹⁾	-2,4	-1,6	-0,8
Fiskális alapprognozisz	-2,7	-2,5	-2,1
További fiskális konszolidáció (kumulált) ²⁾	0,1	0,7	1,0
A további fiskális konszolidáció hatásai (százalékpont) ³⁾			
Reál-GDP-növekedés	-0,1	-0,4	-0,1
HICP-infláció	0,0	0,1	0,1

1) Az érintett országok aktuális EU-IMF programdokumentumaiban szereplő nominális célkitűzések; azon országok esetében, amelyek ellen túlzott költségvetési hiány miatt eljárás folyik, az eljáráshoz kapcsolódó legfrissebb ajánlások; az eljárás által nem érintett országok esetében pedig a 2014-es költségvetési törvények és a költségvetési tervek tervezetei, valamint az aktualizált 2013-as stabilitási programok.

2) Az eurorendszer szakértőinek értékelésén alapuló érzékenységi elemzés.

3) A reál-GDP-növedési és HICP-inflációs (mindkét esetben éves) adatok esetében az alappályától való százalékpontos eltérés. A makrogazdasági hatást az EKB New Area-Wide Model-je segítségével szimulálták.

A további költségvetési konszolidáció hatása korlátozott 2014-ben, becsült értéke -0,4 százalékpont 2015-ben, és hatás megint csak korlátozott 2016-ban. A HICP-inflációra gyakorolt hatás becsült értéke nagyjából 0,1 százalékpontot tesz ki.

A reál-GDP-növekedés tekintetében tehát az elemzés, különösen 2015 esetében, némi lefelé mutató kockázatot jelez, mivel egyelőre nem mindegyik szükségesnek ítélt intézkedés szerepel az alapprognoziszban. Az infláció tekintetében ugyanakkor felfelé mutató kockázatokkal is kell számolni, mivel az elemzés szerint a további konszolidáció egy része a közvetett adók emeléséből adódik.

Kiemelendő, hogy a fiskális érzékenységi elemzés a valószínűsíthető további fiskális konszolidációnak kizárólag a potenciális rövid távú hatásaira összpontosít. Még a gondosan megtervezett fiskális konszolidációs intézkedéseknél is legtöbbször számolni kell azzal, hogy rövid távon negatív hatásuk lesz a reál-GDP alakulására, hosszabb távon azonban olyan pozitív konjunkturális hatások is jelentkeznek, amelyek ennek az elemzésnek a horizontján nem egyértelműek.⁴ Végül, az elemzés eredményeit nem szabad úgy értelmezni, mint amely alapján megkérdőjelezhető a további fiskális konszolidációs erőfeszítések létjogosultsága az előrejelzési időszakban. Az euroövezeti tagországok államháztartásának rendbetételéhez igenis további konszolidációs erőfeszítésekre van szükség. Amennyiben ezek az erőfeszítések elmaradnak, fennáll a kockázata annak, hogy mindez az államadósság kedvezőtlen árazásában csapódik le. Az erőfeszítések elmaradása a bizalom alakulását is negatívan befolyásolhatja, ami pedig késleltetheti a gazdasági fellendülést.

1) Az összes szimuláció során abból a feltevésből indultak ki, hogy nem történik gazdaságpolitikai irányváltás, és ugyancsak nem változik egyetlen olyan változó sem, amely akár a technikai feltevésekkel, akár az euroövezet nemzetközi környezetével függ össze.

2) A felfelé módosításhoz használt modell részletes leírását lásd Pagano, P., Pisani, M., „Risk-adjusted forecasts of oil prices” (Kockázattal kiigazított olajár-előrejelzések), The B.E. Journal of Macroeconomics, 9. évf., 1. szám, 24. cikk, 2009.

3) A New Area-Wide Model leírását lásd Christoffel K., Coenen G. és Warne A., „The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis” (Az euroövezeti New Area-Wide Model: mikroökonómiai alapú, nyílt piaci, előrejelzési és gazdaságpolitikai elemzési modell), 944. EKB-füzet, EKB, 2008.

4) A fiskális konszolidáció makrogazdasági hatásainak részletesebb elemzését lásd „The role of fiscal multipliers in the current consolidation debate” (A fiskális multiplikátorok szerepe a konszolidációról szóló jelenlegi vitában), Havi jelentés, EKB, 2012. december.

3. keretes írás

MÁS INTÉZMÉNYEK ELŐREJELZÉSEI

Számos nemzetközi szervezet és magánszektorbeli intézmény készít előrejelzést az euroövezetről, amelyeket azonban szigorú értelemben sem egymással, sem az EKB-szakértők makrogazdasági prognózisával nem lehet összevetetni, mivel más-más időpontban véglegesítik őket. Ezenkívül a fiskális, pénzügyi és külgazdasági változókra – például az olaj és az egyéb nyersanyagok árára – vonatkozó feltevéseket eltérő (részben meg nem nevezett) módszerekkel alakítják ki. Végül a munkanap-korrekciónál a módszere is eltér a különféle előrejelzésekben (lásd az alábbi táblázatot).

A más intézményektől aktuálisan rendelkezésre álló előrejelzésekben az euroövezet 2014-es és 2015-ös reál-GDP-növekedésére adott prognózis hasonló az EKB szakértői prognózisában felvázolt pályához. A 2016-os reál-GDP-növekedési prognózis az EKB szakértői prognózisának sávján belülre esik. A legtöbb más intézmény 2014-es és 2015-ös éves átlagos HICP-inflációs előrejelzése az EKB szakértői prognózisának közelében van. A 2016-ban a HICP-infláció az elérhető többi előrejelzés szerint 1,5% és 1,8% közé valószínűsíthető, ami az EKB szakértői prognózisának sávján belülre esik.

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

(éves változás, %)

	Adatközlés időpontja	GDP-növekedés			HICP-infláció		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
EKB-szakértői prognózis	2014. március	1,2	1,5	1,8	1,0	1,3	1,5
		[0,8 – 1,6]	[0,4 – 2,6]	[0,7-2,9]	[0,7-1,3]	[0,6 – 2,0]	[0,7 – 2,3]
Európai Bizottság	2014. február	1,2	1,8	-	1,0	1,3	-
OECD	2013. november	1,0	1,6	-	1,2	1,2	-
Euro Zone Barometer (Eurozóna barométer)	2014. február	1,1	1,5	1,5	1,0	1,3	1,8
A Consensus Economics előrejelzései	2014. február	1,0	1,4	1,5	1,0	1,4	1,8
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2014. február	1,0	1,5	1,7	1,1	1,4	1,7
IMF	2014. január	1,0	1,4	1,5	1,5	1,4	1,5

Forrás: Az Európai Bizottság előrejelzése (2014. tél); az IMF 2014. januári aktualizált világgazdasági előrejelzése (GDP); az IMF 2013. októberi világgazdasági előrejelzése; az OECD gazdasági előrejelzése (2013. november); a Consensus Economics előrejelzései; MJEconomics; az EKB hivatásos előrejelzőkkel készített felmérése (SPF).

Megjegyzés: Az EKB szakértőinek makrogazdasági prognózisa és az OECD előrejelzései egyaránt munkanappal igazított éves növekedési ütemek, ezzel szemben az Európai Bizottság és az IMF adatai nincsenek az éves munkanapok számával korrigálva. A többi előrejelzés nem közli, végeztek-e munkanap szerinti kiigazítást vagy sem.

© Európai Központi Bank, 2014

Cím: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Németország

Postacím: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Németország

Tel.: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

Web: <http://www.ecb.europa.eu>

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