



MAKROEKONOMICKÉ PROJEKČIE ODBORNÍKOV EUROSYSTÉMU PRE EUROZÓNU

Na základe informácií dostupných k 25. novembru 2011 odborníci Eurosystemu vypracovali projekcie makroekonomického vývoja v eurozóne¹. Hospodárska aktivita eurozóny sa v druhom polroku 2011 oslabila. Tento vývoj bol odrazom oslabenia svetového dopytu a výrazného poklesu dôvery podnikov i spotrebiteľov v posledných mesiacoch, a to v prostredí zvýšenej neistoty vzhľadom na zintenzívnenie napätia na finančných trhoch, výrazného poklesu cien akcií a zhoršovania podmienok financovania v čoraz väčšom počte krajín eurozóny. Za predpokladu, že sa finančná kríza nebude ďalej zintenzívňovať, by malo podľa projekcií dôjsť k oživeniu rastu reálneho HDP v priebehu roka 2012 a jeho ďalšiemu miernemu zlepšeniu v roku 2013. Očakáva sa však, že oživenie bude počas sledovaného obdobia tlmené v dôsledku reštrukturalizácie bilancii prebiehajúcej v mnohých sektoroch a nepriaznivých podmienok financovania v mnohých častiach eurozóny. Oživenie by však zároveň malo byť podporené posilňovaním svetového dopytu a poklesom inflácie cien energií a potravín (čo podporí reálny príjem), ako aj priaznivým vplyvom veľmi nízkych krátkodobých úrokových sadzieb na domáci dopyt a opatreniami na obnovenie fungovania finančného systému. Priemerný ročný rast reálneho HDP by mal dosiahnuť 1,5 % až 1,7 % v roku 2011, -0,4 % až 1,0 % v roku 2012 a 0,3 % až 2,3 % v roku 2013. Inflácia HICP eurozóny by mala v krátkodobom horizonte zostať zvýšená, potom by však mala výrazne klesnúť. Očakáva sa, že priemerná miera celkovej inflácie HICP dosiahne 2,6 % až 2,8 % v roku 2011, 1,5 % až 2,5 % v roku 2012 a 0,8 % až 2,2 % v roku 2013. Tento vývoj je vo veľkej miere odrazom bazických efektov cien energií a potravín v roku 2012, ktoré znižujú mieru inflácie, ako aj predpokladu nezmenených alebo klesajúcich cien komodít. Inflácia HICP bez potravín a energií by sa mala počas sledovaného obdobia zvýšiť len mierne, odrážajúc pomerne nevýrazný domáci dopyt a obmedzený rast nákladov práce.

Box 1

TECHNICKÉ PREDPOKLADY PRE ÚROKOVÉ MIERY, VÝMENNÉ KURZY, CENY KOMODÍT A ROZPOČTOVÚ POLITIKU

Technické predpoklady pre úrokové miery a ceny komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 17. novembra 2011¹. Predpoklad týkajúci sa krátkodobých úrokových mier je výhradne technickej povahy. Krátkodobé úrokové miery sa merajú prostredníctvom trojmesačnej sadzby EURIBOR, pričom trhové očakávania sú odvodené z úrokových mier futures. Z tejto metodiky vyplýva, že priemerná úroveň krátkodobých úrokových mier by mala dosiahnuť 1,4 % v roku 2011, 1,2 % v roku 2012 a 1,4 % v roku 2013. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne by podľa očakávaní trhu mali v priemere dosiahnuť 4,4 % v roku 2011, 5,3 % v roku 2012 a 5,6 % v roku 2013. V reakcii na vývoj forwardových trhových úrokových mier a postupné premietanie zmien trhových úrokových mier do sadzieb úverov by sa mali krátkodobé i dlhodobé sadzby bankových úverov počas celého sledovaného obdobia ďalej postupne zvyšovať. Očakáva sa, že podmienky poskytovania úverov v eurozóne ako celku budú mať celkovo nepriaznivý vplyv na hospodársku aktivitu. Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s futures počas dvojtýždňového obdobia končiaceho sa dňom uzávierky sa predpokladá, že cena ropy Brent dosiahne v priemere 111,5 USD za barel v roku 2011, 109,4 USD za barel v roku

¹ Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu sú spoločným dielom odborníkov ECB a národných centrálnych bánk krajín eurozóny. Vydávajú sa dvakrát ročne a Rada guvernérov ich využíva ako podklad pri hodnotení hospodárskeho vývoja a rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu. Podrobnejšie informácie o postupoch a technikách použitých pri tvorbe projekcií sú dostupné v publikácii ECB „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises“ z júna 2011, ktorá je k dispozícii na internetovej stránke ECB. Na vyjadrenie neistoty spojennej s projekciami sa výsledné hodnoty každej premennej uvádzajú formou intervalu. Intervaly sa určujú na základe rozdielov medzi skutočnými hodnotami a hodnotami z minulých projekcií za obdobie niekoľkých rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty spomenutých rozdielov. Tento postup vrátane úprav v dôsledku výnimočných udalostí je bližšie opísaný v dokumente ECB „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“ z decembra 2009, ktorý je tiež k dispozícii na internetovej stránke ECB.

2012 a 104,0 USD za barel v roku 2013. Ceny neenergetických komodít v amerických dolároch by mali v roku 2011 stúpnuť o 17,8 %, v roku 2012 klesnúť o 7,3 % a v roku 2013 stúpnuť o 4,3 %.

Vzájomné výmenné kurzy by mali počas sledovaného obdobia zostať nezmenené na priemernej úrovni za obdobie dvoch týždňov končiace sa dňom uzávierky. Z toho vyplýva výmenný kurz EUR/USD na úrovni 1,40 v roku 2011 a 1,36 v roku 2012 a 2013. V priemere by mal efektívny výmenný kurz eura v roku 2011 zostať nezmenený a v roku 2012 by sa mal znehodnotiť o 0,9 %.

Predpoklady v oblasti rozpočtovej politiky vychádzajú z rozpočtových plánov jednotlivých krajín eurozóny dostupných k 25. novembru 2011. Do úvahy sa berú všetky opatrenia rozpočtovej politiky, ktoré už schválil parlament, resp. podrobne vypracované opatrenia vlády, ktoré budú pravdepodobne schválené v rámci legislatívneho konania.

1 Predpoklady týkajúce sa cien ropy a potravín vychádzajú z cien futures do konca sledovaného obdobia. V prípade ostatných komodít sa predpokladá, že ich ceny sa do posledného štvrťroka 2012 budú riadiť cenami futures a neskôr sa budú vyvíjať podľa svetovej hospodárskej aktivity.

MEDZINÁRODNÉ PROSTREDIE

Tempo globálneho rastu sa v priebehu roka 2011 oslabilo. Stimulačný vplyv postupného obnovovania dodávateľských reťazcov narušených v dôsledku prírodnej katastrofy v Japonsku bol v druhej polovici roka zabrzdený obnoveným napätím na svetových finančných trhoch, ku ktorému vo veľkej miere prispelo zintenzívnenie krízy štátneho dlhu v eurozóne a rastúce obavy o udržateľnosť verejných financií ďalších významných vyspelých ekonomík. Výsledkom bolo narušenie dôvery spotrebiteľov a podnikov na celom svete. Čo sa týka ďalšieho vývoja, očakáva sa postupné oživenie, hoci na základe určitých faktorov, ako napríklad pretrvávajúcej potreby korekcie bilancií a slabého trhu s nehnuteľnosťami a trhu práce v niektorých významných vyspelých ekonomikách, možno najmä vo vyspelých ekonomikách predpokladať dlhšie obdobie pomalého hospodárskeho rastu, čo obmedzí tempo globálneho oživenia. V rozvíjajúcich sa ekonomikách rast pokračuje pomerne výrazným tempom, podľa očakávaní by však mal stratiť na intenzite, a to v dôsledku predchádzajúceho sprísňovania politik v záujme zníženia finančných nerovnováh a cenových tlakov, ako aj očakávaného slabšieho zahraničného dopytu a nepriaznivých vplyvov globálnych finančných turbulencií. Rast svetového reálneho HDP mimo eurozóny, ktorý v roku 2010 dosiahol úroveň 5,7 %, má podľa projekcií v roku 2011 klesnúť na 4,1 %, v roku 2012 na 3,9 % a v roku 2013 stúpnuť na 4,5 %. Odhaduje sa, že rast zahraničného dopytu eurozóny sa spomalí z 11,8 % v roku 2010 na 6,4 % v roku 2011 a ďalej na 4,8 % v roku 2012, a v roku 2013 sa zrychlí na 6,9 %.

PROJEKIE RASTU REÁLNEHO HDP

Reálny HDP eurozóny v treťom štvrťroku 2011 rástol len mierne – medzištvrtročne sa zvýšil o 0,2 %, čo bola rovnaká miera rastu ako v druhom štvrťroku. Hoci na hospodársku aktivitu v druhom štvrťroku nepriaznivo vplývalo viacero dočasných faktorov vyplývajúcich zo svetového i domáceho vývoja, slabé tempo rastu v eurozóne v posledných mesiacoch čoraz viac odráža vplyv krízy štátneho dlhu v eurozóne a s ním súvisiace sprísňovanie rozpočtovej politiky v niektorých krajinách eurozóny. Čo sa týka domáceho vývoja, v dôsledku nepriaznivého vplyvu zvýšenej neistoty súvisiacej so zvýšeným napätím na finančných trhoch v eurozóne došlo k výraznému poklesu dôvery podnikov a spotrebiteľov, prudkému zníženiu cien akcií v celej eurozóne a zhoršeniu podmienok financovania pre domácnosti a nefinančné spoločnosti vo viacerých krajinách. Keďže v roku 2011 poklesol aj zahraničný dopyt, neočakáva sa, že nepriaznivý vplyv týchto domácich faktorov v blízkej budúcnosti vykompenzujú vonkajšie faktory. Za predpokladu, že sa finančná kríza nebude ďalej zintenzívňovať, by malo podľa projekcií dôjsť v priebehu roka 2012 k oživeniu rastu reálneho HDP a jeho ďalšiemu miernemu zlepšeniu v roku 2013. Očakáva sa však, že oživenie bude počas sledovaného obdobia tlmené v dôsledku reštrukturalizácie bilancií prebiehajúcej v mnohých sektoroch a nepriaznivých podmienok financovania v mnohých častiach eurozóny. Oživenie by však zároveň malo byť podporené posilňovaním svetového dopytu a poklesom inflácie cien energií a potravín (čo podporí reálny príjem), ako aj priaznivým vplyvom veľmi nízkych

krátkodobých úrokových sadzieb na domáci dopyt a opatreniami na obnovenie fungovania finančného systému. Celkovo sa očakáva, že tempo oživenia bude pomalé. V ročnom vyjadrení by mal rast reálneho HDP eurozóny dosiahnuť 1,5 % až 1,7 % v roku 2011, -0,4 % až 1,0 % v roku 2012 a 0,3 % až 2,3 % v roku 2013.

Pokiaľ ide o podrobnejšie členenie, rast súkromnej spotreby v eurozóne by mal byť podľa projekcií do polovice roka 2012 najmä vzhľadom na slabý vývoj rastu reálneho disponibilného príjmu pomerne nevýrazný a neskôr by sa mal mierne zrýchliť. Rast nominálneho disponibilného príjmu by mal byť podľa projekcií tlmený vzhľadom na nevýrazný rast zamestnanosti a mierne zvyšovanie miezd a transferov, ktoré by mali byť obmedzené vzhľadom na sprísňovanie rozpočtovej politiky v niekoľkých krajinách eurozóny. Hoci bol reálny disponibilný príjem tlmený nepriaznivým vplyvom predchádzajúceho zvyšovania cien komodít, očakáva sa, že tlak cien komodít sa bude znižovať a tým stále viac podporovať dynamiku reálneho disponibilného príjmu. Miera úspor v eurozóne by mala počas zvyšku sledovaného obdobia zostať takmer nezmenená na súčasnej úrovni. To je odrazom skutočnosti, že vplyv zvýšenej neistoty a oslabenej dôvery na rast úspor by mal byť podľa očakávaní viac-menej vykompenzovaný potrebou znižovať výšku úspor s cieľom vyrovnať spotrebu vzhľadom na slabý vývoj reálneho príjmu. Vzhľadom na len postupný rast zamestnanosti sa očakáva, že miera nezamestnanosti v eurozóne sa počas roka 2012 mierne zvýši a neskôr bude pomaly klesať.

Očakáva sa, že súkromné investície v eurozóne (bez investícií do nehnuteľností na bývanie) budú v prostredí zvýšenej neistoty tlmené v dôsledku pretrvávajúcich nepriaznivých podmienok financovania v niektorých krajinách eurozóny. Podľa projekcií by mali v najbližšom období stagnovať a počas zvyšku sledovaného obdobia sa len postupne oživovať, k čomu bude prispievať zrýchlenie rastu vývozu, mierne zvýšenie domáceho dopytu a pomerne stabilná ziskovosť. Rast investícií do nehnuteľností na bývanie by mal byť podľa očakávaní ešte pomalší – tlmený pokračujúcou korekciou na trhoch s nehnuteľnosťami na bývanie v niektorých krajinách, ktorá sa tiež odráža v pomerne miernom vývoji cien nehnuteľností. Na základe balíkov konsolidačných opatrení ohlásených v niekoľkých krajinách eurozóny sa očakáva výrazný pokles vládnych investícií v roku 2011 a 2012 a neskôr ich stabilizácia v roku 2013.

V súlade s vývojom zahraničného dopytu sa v najbližšom období očakáva oslabenie tempa rastu vývozu, ktoré by v priebehu roka 2012 malo postupne nabráť na intenzite. Podobný vývoj sa očakáva aj v prípade rastu dovozu. Vzhľadom na mierne rýchlejší rast vývozu od začiatku roka 2012 sa celkovo očakáva, že príspevok čistých vývozov k štvrtročnému rastu HDP bude v sledovanom období kladný.

Tabuľka 1 Makroekonomické projekcie pre eurozónu

(priemerné ročné zmeny v percentách) ^{1) 2)}

	2010	2011	2012	2013
HICP	1,6	2,6 – 2,8	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2
Reálny HDP	1,8	1,5 – 1,7	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3
Súkromná spotreba	0,8	0,3 – 0,5	-0,4 – 0,6	0,0 – 1,8
Vládna spotreba	0,5	-0,3 – 0,5	-0,5 – 0,7	-0,3 – 1,3
Hrubá tvorba fixného kapitálu	-0,6	1,6 – 2,4	-1,6 – 1,8	-0,5 – 4,3
Vývoz (tovary a služby)	10,8	5,4 – 7,2	0,3 – 6,1	2,1 – 8,9
Dovoz (tovary a služby)	9,2	4,0 – 5,4	-0,5 – 5,1	1,7 – 8,1

1) Projekcie reálneho HDP a jeho zložiek vychádzajú z údajov očistených od rozdielov v počte pracovných dní. Projekcie dovozu a vývozu zahŕňajú obchodnú výmenu v rámci eurozóny.

2) Údaje sa týkajú eurozóny vrátane Estónska, s výnimkou údajov o HICP za rok 2010. Priemerná ročná percentuálna zmena HICP za rok 2011 je založená na rozšírenej eurozóne, ktorá v roku 2010 už zahŕňa Estónsko.

Predpokladá sa, že súčasná kríza nepriaznivo ovplyvňuje potenciálny rast, aj keď presný rozsah tohto vplyvu je naďalej veľmi neistý. Je pravdepodobné, že pokračujúca slabá hospodárska aktivita ešte viac spomalí rast potenciálneho produktu. Vzhľadom na slabé vyhliadky rastu sa však očakáva, že záporná produkčná medzera sa v roku 2012 rozšíri a v roku 2013 sa mierne zúži.

PROJEKCIE CIEN A NÁKLADOV

V dôsledku predchádzajúceho rastu cien komodít a do určitej miery aj zvyšovania nepriamych daní by mala miera celkovej inflácie HICP v eurozóne zostať v prvom štvrtroku 2012 nad úrovňou 2 %. Neskôr sa očakáva jej výrazný pokles. Tento vývoj vo veľkej miere odráža prudko klesajúci príspevok cien energií, ktorý je výsledkom slabnúceho vplyvu predchádzajúceho rastu cien ropy a predpokladaného postupného poklesu cien ropy počas sledovaného obdobia. Po odznení očakávaných tlakov by sa mala inflácia cien potravín zmierniť od polovice roka 2012. Inflácia HICP bez potravín a energií by sa mala zvýšiť len mierne, odrážajúc pomerne slabý domáci dopyt a obmedzený rast nákladov práce. Očakáva sa, že priemerná miera celkovej inflácie HICP dosiahne 2,6 % až 2,8 % v roku 2011, 1,5 % až 2,5 % v roku 2012 a 0,8 % až 2,2 % v roku 2013.

Pokiaľ ide o podrobnejšiu analýzu, vonkajšie cenové tlaky sa zmiernili a očakáva sa, že počas sledovaného obdobia výrazne klesnú, najmä v dôsledku stabilizácie alebo poklesu cien komodít. Čiastočne vzhľadom na pomalšie tempo rastu svetového obchodu a nižšiu globálnu infláciu sa očakáva, že ročná miera rastu deflátoru dovozu, ktorá na začiatku roka 2011 dosiahla svoj vrchol, v roku 2012 prudko klesne a v roku 2013 sa bude ďalej mierne znižovať. Čo sa týka domácich cenových tlakov, ročná miera rastu kompenzácií na zamestnanca by sa mala v prvej polovici roka 2012 znížiť, vo veľkej miere odrážajúc vplyv jednorazových platieb v prvej polovici roka 2011. Očakáva sa, že v druhej polovici roka 2012 sa ročná miera rastu kompenzácií na zamestnanca zvýši a neskôr sa stabilizuje. Tento vývoj odráža vplyv protichodných faktorov. Na jednej strane tlak na rast vyplýva z predchádzajúceho zvyšovania inflácie spotrebiteľských cien. Na druhej strane sa očakáva, že všeobecné spomalenie hospodárskej aktivity a dlhodobé nepriaznivé podmienky na trhu práce budú vyvíjať tlak na pokles miezd. Vzhľadom na tohtoročnú pomerne zvýšenú infláciu spotrebiteľských cien by mali reálne kompenzácie na zamestnanca v roku 2011 a 2012 klesnúť a neskôr by mali mierne vzrásť. Očakáva sa, že miera rastu jednotkových nákladov práce sa v roku 2012 mierne zvýši a následne sa zmierni. Tento vývoj je odrazom cyklického poklesu rastu produktivity v roku 2012 – keďže rast hospodárskej aktivity sa výrazne oslabuje a rast zamestnanosti sa upravuje len čiastočne – a následného rastu v roku 2013. Rast ziskových marží by mal počas roka 2011 a 2012 zostať nízky, a to na pozadí nevýrazného agregátneho dopytu a zrýchľujúceho sa rastu jednotkových nákladov práce. V roku 2013 by malo so zvýšením hospodárskej aktivity dôjsť k oživeniu rastu ziskových marží. Očakáva sa, že k inflácii HICP v roku 2011 a 2012 výrazne prispieje zvyšovanie regulovaných cien a nepriamych daní, ktoré je odrazom prebiehajúcej konsolidácie verejných financií v niekoľkých krajinách eurozóny. V roku 2013 by mal byť tento vplyv menej výrazný, hoci tento predpoklad čiastočne vyplýva z nedostatku podrobných informácií o rozpočtových opatreniach na daný rok.

POROVNANIE S PROJEKCIAMI ZO SEPTEMBRA 2011

V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zverejnenými v Mesačnom bulletine zo septembra 2011 bol interval projekcií rastu reálneho HDP na rok 2011 zúžený a interval na rok 2012 bol výrazne upravený nadol. Táto revízia odráža predovšetkým vplyv, ktorý má na domáci dopyt nižšia dôvera a horšie podmienky financovania spôsobené zvýšenou neistotou v súvislosti s krízou štátneho dlhu, ako aj korekciou zahraničného dopytu nadol. K revízii strednodobých vyhládok rastu reálneho HDP nadol viedlo aj dodatočné sprísnenie rozpočtovej politiky a prísnejšie podmienky financovania v niektorých krajinách eurozóny. Interval projekcií inflácie HICP na rok 2011 a 2012 bol mierne upravený nahor, a to v dôsledku vplyvu vyšších cien ropy v eurách, ako aj vyššieho príspevku nepriamych daní. Očakáva sa, že vplyv týchto faktorov na rast inflácie viac než vykompenzuje vplyv, ktorý na pokles inflácie vyvíjajú úpravy ziskových marží a rast miezd súvisiace s revíziou hospodárskej aktivity nadol.

Tabuľka 2 Porovnanie s projekciami zo septembra 2011

(priemerné ročné zmeny v percentách)

	2011	2012
Reálny HDP – september 2011	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2
Reálny HDP – december 2011	1,5 – 1,7	-0,4 – 1,0
HICP – september 2011	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2
HICP – december 2011	2,6 – 2,8	1,5 – 2,5

Box 2

PROGNÓZY INÝCH INŠTITÚCIÍ

Pre eurozónu je k dispozícii celý rad prognóz od medzinárodných organizácií a inštitúcií zo súkromného sektora. Vzhľadom na rôzne termíny uzávierky sa však tieto prognózy nedajú porovnávať navzájom a ani s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu. Okrem toho tieto prognózy používajú na odvodenie predpokladov týkajúcich sa rozpočtového, finančného a zahraničného vývoja vrátane cien ropy a ostatných komodít odlišné (čiastočne nešpecifikované) metódy. Jednotlivé prognózy sa navyše líšia aj v spôsobe zohľadňovania rozdielov v počte pracovných dní (nasledujúca tabuľka).

Podľa prognóz, ktoré sú v súčasnosti k dispozícii od iných inštitúcií, by mal rast reálneho HDP eurozóny dosiahnuť 1,5 % až 1,6 % v roku 2011, 0,2 % až 1,1 % v roku 2012 a 1,3 % až 1,6 % v roku 2013. Všetky prognózy sa pohybujú v rámci alebo v tesnej blízkosti intervalov projekcií odborníkov Eurosystemu.

Pokiaľ ide o infláciu, podľa prognóz iných inštitúcií by sa priemerná ročná miera inflácie HICP v roku 2011 mala pohybovať na úrovni 2,5 % až 2,7 %, v roku 2012 na úrovni 1,5 % až 1,8 % a v roku 2013 na úrovni 1,2 % až 1,8 %. Všetky prognózy sa pohybujú v rámci alebo v tesnej blízkosti intervalu projekcií odborníkov Eurosystemu. Prognózy na rok 2012 sa nachádzajú v spodnej polovici intervalov projekcií odborníkov Eurosystemu.

Porovnanie prognóz rastu reálneho HDP a inflácie HICP v eurozóne

(priemerné ročné zmeny v percentách)

	Dátum zverejnenia	Rast HDP			Inflácia HICP		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013
MMF	september 2011	1,6	1,1	1,5	2,5	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	november 2011	1,6	0,8	1,6	2,6	1,8	1,8
Consensus Economics Forecasts	november 2011	1,6	0,4	1,5	2,7	1,8	1,8
OECD	november 2011	1,6	0,2	1,4	2,6	1,6	1,2
Európska komisia	november 2011	1,5	0,5	1,3	2,6	1,7	1,6
Projekcie odborníkov Eurosystemu	december 2011	1,5 – 1,7	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3	2,6 – 2,8	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2

Zdroje: European Commission Economic Forecasts, jeseň 2011; IMF World Economic Outlook, september 2011; OECD Economic Outlook, november 2011; Consensus Economics Forecasts a Survey of Professional Forecasters ECB.

Poznámky: V makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému a prognózach OECD sú uvedené ročné miery rastu očistené od vplyvu počtu pracovných dní, zatiaľ čo Európska komisia a MMF tieto údaje vykazujú neočistené od vplyvu počtu pracovných dní v roku. Ostatné prognózy nešpecifikujú, či sú uvádzané údaje očistené od vplyvu počtu pracovných dní.

© Európska centrálna banka 2011

Adresa: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt nad Mohanom, Nemecko
Poštová adresa: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Germany
Telefón: +49 69 1344 0
Fax: +49 69 1344 6000
Internet: <http://www.ecb.europa.eu>

Všetky práva vyhradené.
Šírenie na vzdelávacie a nekomerčné účely je povolené, ak je uvedený zdroj.