



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

## PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELL'EUROSISTEMA<sup>1</sup>

Sulla base delle informazioni disponibili al 22 maggio 2013, gli esperti dell'Eurosistema hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici dell'area dell'euro<sup>2</sup>. Dopo un'ulteriore contrazione nel primo trimestre dell'anno, il PIL in termini reali evidenzerebbe un recupero nel corso del 2013, acquisendo poi un certo slancio nel 2014. La ripresa dell'attività economica sarebbe sorretta dall'impatto favorevole sulle esportazioni del graduale aumento della domanda estera. Con il tempo dovrebbe accrescersi anche la domanda interna, in una fase iniziale soprattutto grazie a un rallentamento dei prezzi delle materie prime (che sosterrrebbe i redditi reali) e all'orientamento accomodante della politica monetaria. Nel 2014 la domanda interna dovrebbe essere altresì favorita dai progressi compiuti nel risanamento delle finanze pubbliche. Ci si attende, tuttavia, che la debole dinamica del mercato del lavoro e la necessità di un'ulteriore correzione dei bilanci del settore privato in alcuni paesi dell'area dell'euro frenino le prospettive di medio termine. Nel complesso, dopo il calo dello 0,5 per cento nel 2012, il PIL in termini reali dovrebbe contrarsi dello 0,6 per cento nel 2013 e aumentare dell'1,1 per cento nel 2014. L'inflazione misurata sullo IAPC registrerebbe nell'area dell'euro una marcata diminuzione, da un tasso medio del 2,5 per cento nel 2012 all'1,4 e all'1,3 per cento rispettivamente nel 2013 e nel 2014. La flessione iniziale discenderebbe principalmente da una decelerazione delle componenti alimentare ed energetica, nonché dal lieve calo dello IAPC al netto di queste, dovuto alla debole attività economica. Le stabili prospettive di medio periodo rispecchiano gli effetti contrapposti di una riduzione dei prezzi dell'energia, di una modesta accelerazione dei prezzi degli alimentari e, con la ripresa dell'economia, di un graduale aumento delle pressioni inflazionistiche interne, seppure moderato per il perdurare di un basso grado di utilizzo della capacità produttiva.

### Riquadro 1

#### **IPOTESI TECNICHE RIGUARDANTI I TASSI DI INTERESSE, I TASSI DI CAMBIO, I PREZZI DELLE MATERIE PRIME E LE POLITICHE DI BILANCIO**

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato al 14 maggio 2013. I tassi di interesse a breve termine, per i quali viene formulata un'ipotesi puramente tecnica, sono misurati dall'Euribor a tre mesi; le attese di mercato sono rilevate sui tassi *future*. Da questa metodologia deriva un livello medio dei tassi a breve dello 0,2 per cento nel 2013 e dello 0,3 nel 2014. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano una media del 2,8 per cento nel 2013 e del 3,1 nel 2014. Riflettendo il profilo dei tassi di interesse di mercato a

<sup>1</sup> Il 2 maggio 2013 il Consiglio direttivo ha deciso di pubblicare le proiezioni sotto forma di valori intermedi e di intervalli. La divulgazione di valori intermedi dovrebbe accrescere la trasparenza e facilitare ulteriormente la comunicazione dei risultati dell'esercizio, mentre gli intervalli di valori andrebbero considerati come un mezzo per riflettere l'incertezza che circonda le proiezioni. L'ampiezza di tali intervalli è pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate in passato. La metodologia adottata per il relativo calcolo, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata in *New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel settembre 2009 e disponibile nel suo sito Internet.

<sup>2</sup> Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, elaborate congiuntamente dai servizi della BCE e delle BCN dell'area dell'euro, rappresentano un contributo fornito con cadenza semestrale alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. Ulteriori informazioni sulle procedure e sulle tecniche adottate sono contenute in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001 e consultabile nel suo sito Internet.

termine e la graduale trasmissione delle variazioni dei tassi di mercato a quelli sui prestiti, i tassi sui prestiti bancari sia a breve sia a lungo termine raggiungerebbero un livello minimo nella seconda metà del 2013 per poi registrare un graduale incremento. Per quanto concerne le materie prime, sulla base dell'evoluzione dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 14 maggio, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent calino da 112,0 dollari al barile nel 2012 a 105,5 e a 100,0 rispettivamente nel 2013 e nel 2014. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero diminuire del 5,6 per cento nel 2013, per poi aumentare dello 0,5 per cento nel 2014<sup>3</sup>.

Quanto ai tassi di cambio bilaterali, si ipotizza che restino immutati nell'orizzonte temporale di proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 14 maggio. Ciò implica per l'intero periodo di proiezione un cambio dollaro/euro pari a 1,31, più elevato dell'1,8 per cento rispetto al 2012. Il tasso di cambio effettivo dell'euro dovrebbe apprezzarsi del 2,8 per cento nel 2013 e rimanere invariato nel 2014.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 22 maggio e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali o che sono state definite in dettaglio dai governi e supereranno probabilmente l'iter legislativo.

## IL CONTESTO INTERNAZIONALE

La crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) evidenzerebbe un graduale incremento nell'orizzonte di proiezione, passando dal 3,6 per cento del 2013 (lo stesso tasso del 2012) al 4,2 per cento nel 2014. Dall'inizio del 2013 sono migliorate sia la fiducia delle imprese sia le condizioni dei mercati finanziari mondiali in quanto si sono attenuati alcuni rischi rilevanti, tra cui quello di una brusca contrazione economica negli Stati Uniti causata dal *fiscal cliff* e quello di una marcata riduzione del tasso di espansione in Cina. Tuttavia, i recenti cali registrati in alcune indagini condotte presso le imprese hanno messo in luce la fragilità della ripresa mondiale. Nel medio periodo le prospettive di crescita per le maggiori economie avanzate rimangono limitate da diversi fattori: nonostante alcuni progressi compiuti nel ribilanciamento del debito del settore privato, il livello di indebitamento delle famiglie resta elevato, mentre in alcuni paesi permane una pressante esigenza di risanamento dei conti pubblici. Altri ostacoli alla crescita (ad esempio l'elevata disoccupazione) si stanno riducendo in maniera solo graduale. Allo stesso tempo nelle economie emergenti l'espansione rimarrebbe solida, con il sostegno di una vivace dinamica del credito. In molti casi è prossima al livello potenziale e offre quindi un importante contributo alla crescita mondiale. Il commercio mondiale dovrebbe mostrare una progressiva ripresa nel corso del prossimo anno. Per la domanda estera dell'area dell'euro, il tasso di crescita annuo è stimato al 2,7 per cento nel 2013 e al 5,6 nel 2014, dopo il 3,6 del 2012.

## PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

Il PIL in termini reali dell'area dell'euro è diminuito dello 0,2 per cento nel primo trimestre del 2013, contraendosi per il sesto trimestre consecutivo. La domanda interna è calata nel primo

<sup>3</sup> Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e delle materie prime alimentari si basano sui prezzi dei contratti *future* fino al termine del periodo di proiezione; per le altre materie prime minerali non energetiche si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei *future* fino al primo trimestre del 2014 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale. Per i prezzi al consumo dei prodotti alimentari sono attualmente utilizzate le proiezioni relative ai prezzi alla produzione dell'UE per le materie prime alimentari (espressi in euro) elaborate sulla base di un modello econometrico che tiene conto degli andamenti delle quotazioni mondiali. Quest'ultima metodologia è applicata per la prima volta nel presente esercizio di proiezione.

trimestre dell'anno a causa principalmente di una forte diminuzione degli investimenti, ascrivibile ai bassi livelli di fiducia e all'impatto avverso delle rigide condizioni meteorologiche invernali, soprattutto sul settore delle costruzioni e in particolare in Germania. I consumi privati sono aumentati lievemente, mentre quelli collettivi si sono in parte ridotti. Le esportazioni sono diminuite nel primo trimestre, ma in misura minore delle importazioni, determinando un contributo positivo del saldo commerciale.

In prospettiva, ci si attende che il PIL in termini reali aumenti nel corso del 2013 e acquisisca slancio nel 2014. La ripresa sarebbe sorretta dall'impatto favorevole sulle esportazioni del graduale incremento della domanda estera. Anche la domanda interna si accrescerebbe nel tempo, sospinta dapprima dal venire meno degli effetti avversi delle condizioni meteorologiche invernali sull'attività, specie nel settore delle costruzioni in Germania. Inizialmente la domanda interna dovrebbe altresì beneficiare in particolare di un calo dell'inflazione relativa alle materie prime, che sosterrrebbe i redditi reali, e dell'orientamento accomodante della politica monetaria. Nel 2014 dovrebbe essere inoltre favorita dai progressi compiuti nel risanamento dei bilanci. Ciò nonostante, ci si attende che nell'orizzonte di proiezione diminuiscano solo con gradualità le ricadute negative sulla domanda interna dovute ai perduranti bassi livelli complessivi di fiducia dei consumatori e delle imprese, ai deboli andamenti del mercato del lavoro e alle restanti esigenze di ridimensionamento della leva finanziaria nel settore privato di alcuni paesi.

Nel complesso, la ripresa prospettata rimarrebbe moderata nel confronto storico. L'attesa contrazione del PIL in termini reali, benché pari in media d'anno allo 0,6 per cento nel 2013, è in larga misura ascrivibile a un effetto di trascinamento negativo derivante dalla flessione del PIL di fine 2012 e inizio 2013. Nel 2014 l'attività economica aumenterebbe dell'1,1 per cento. Questa dinamica riflette un contributo sostanzialmente negativo della domanda interna nel 2013 e la sua successiva ripresa, unitamente ad apporti positivi del saldo commerciale.

Secondo le proiezioni, la crescita delle esportazioni all'esterno dell'area dell'euro registrerebbe una moderata ripresa nel corso del 2013 e acquisirebbe slancio nel 2014, per effetto soprattutto del graduale rafforzamento della domanda estera. Le quote di mercato di tali esportazioni, in notevole aumento tra il 2009 e il 2012 sulla scia dell'accresciuta competitività (misurata dall'andamento relativo dei prezzi delle esportazioni verso l'esterno dell'area rispetto ai prezzi in euro delle esportazioni dei concorrenti), diminuirebbero leggermente quest'anno per effetto dell'apprezzamento dell'euro nel 2013, stabilizzandosi poi per il resto dell'orizzonte di proiezione. Le esportazioni all'interno dell'area aumenterebbero a un ritmo molto più lento di quelle verso l'esterno, a causa della debolezza relativa della domanda interna.

Le proiezioni segnalano che gli investimenti delle imprese rimarranno deboli per la maggior parte di quest'anno, a causa del debole clima di fiducia, del basso grado di utilizzo della capacità produttiva e delle fragili prospettive per la domanda. Tuttavia, dalla fine del 2013 segnerebbero una ripresa, grazie al rafforzamento graduale della domanda interna ed estera, al livello molto basso dei tassi di interesse, alla necessità di una progressiva sostituzione dello stock di capitale dopo diversi anni di scarsi investimenti e al miglioramento dei margini di profitto. Nondimeno, è probabile che la necessità di un'ulteriore ristrutturazione dei bilanci delle imprese e le sfavorevoli condizioni di finanziamento in alcuni settori e paesi dell'area dell'euro continuino a smorzare la ripresa prevista per gli investimenti delle imprese nell'arco di tempo considerato, seppur in misura sempre minore. Nel 2013 gli investimenti nell'edilizia residenziale probabilmente diminuiranno ancora e ci si attende che rimangano deboli nel 2014, a causa soprattutto delle ulteriori esigenze di aggiustamento dei mercati delle abitazioni in alcuni paesi, della debole crescita del reddito disponibile e della perdurante fragilità della fiducia dei consumatori. L'impatto avverso di questi fattori più che compenserebbe l'appetibilità relativa degli investimenti in abitazioni in altri paesi, dove sono favoriti dai livelli storicamente bassi dei

tassi sui mutui ipotecari. Nel periodo in esame si prospetta una diminuzione degli investimenti pubblici dovuta alle misure di risanamento di bilancio attese in diversi paesi dell'area.

**Tavola 1 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro**

(variazioni percentuali; medie annue)<sup>1)</sup>

	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
IAPC	2,5	1,4 [1,3 – 1,5]	1,3 [0,7 – 1,9]
PIL in termini reali	-0,5	-0,6 [-1,0 – -0,2]	1,1 [0,0 – 2,2]
Consumi privati	-1,3	-0,8 [-1,1 – -0,5]	0,6 [-0,5 – 1,7]
Consumi collettivi	-0,4	-0,1 [-0,6 – 0,4]	0,6 [-0,1 – 1,3]
Investimenti fissi lordi	-4,2	-2,9 [-4,1 – -1,7]	1,8 [-0,9 – 4,5]
Esportazioni (beni e servizi)	2,9	0,8 [-1,0 – 2,6]	4,1 [0,3 – 7,9]
Importazioni (beni e servizi)	-0,7	-0,7 [-2,5 – 1,1]	3,8 [0,1 – 7,5]

1) Le proiezioni sul PIL e sulle sue componenti si basano su dati corretti per il numero di giornate lavorative; quelle sulle esportazioni e sulle importazioni comprendono l'interscambio nell'area dell'euro.

Secondo le proiezioni, i consumi privati rimarrebbero sostanzialmente stabili nella parte restante del 2013 sullo sfondo di una stabilizzazione del reddito disponibile reale, che riflette sostanzialmente gli effetti contrapposti di un ulteriore calo dell'occupazione e della diminuzione dei redditi non da lavoro da un lato e, dall'altro, dell'incremento dei redditi per occupato in termini reali favorito dalla riduzione dei tassi di inflazione. Nel 2014 la crescita dei consumi privati acquisirebbe un certo slancio, grazie ai progressi conseguiti sul fronte del risanamento dei conti pubblici e all'aumento dei redditi da lavoro riconducibile al miglioramento del mercato del lavoro. I consumi collettivi evidenzerebbero una sostanziale stagnazione nel 2013 a seguito delle iniziative di risanamento dei bilanci, per poi aumentare moderatamente nel 2014.

Secondo le attese, le importazioni dall'esterno dell'area dell'euro registrerebbero una ripresa nel corso del 2013, pur rimanendo limitate dalla persistente debolezza della domanda totale.

La crisi avrebbe esercitato sulla crescita potenziale un impatto negativo, la cui entità esatta rimane però estremamente incerta. In particolare, la perdurante debolezza dell'occupazione e degli investimenti grava sulle prospettive per l'espansione del prodotto potenziale. Date le prospettive per la crescita del PIL in termini reali, l'*output gap* dovrebbe rimanere negativo, sebbene sia difficile stimarne le dimensioni con precisione.

#### **PROIEZIONI RELATIVE ALL'EVOLUZIONE DEI PREZZI E DEI COSTI**

In base alle proiezioni, il tasso di inflazione complessivo misurato sullo IAPC scenderebbe da una media del 2,5 per cento nel 2012 all'1,4 per cento nel 2013 e all'1,3 nel 2014. La marcata contrazione attesa nel corso del 2013 riflette la pronunciata flessione prevista per le componenti energetica e, in misura minore, alimentare dagli elevati livelli raggiunti nel 2012. Per quanto concerne l'energia, la riduzione è dovuta in parte a effetti base al ribasso determinati dall'atteso esaurirsi dell'impatto dei precedenti incrementi delle quotazioni petrolifere e all'ipotesi di un loro graduale calo nell'orizzonte temporale considerato. Per quanto riguarda i beni alimentari, il

profilo prospettato rispecchia, analogamente, gli iniziali effetti base al ribasso a fronte del venir meno dell'impatto dei passati rincari e le successive pressioni al rialzo connesse all'ipotesi di un aumento nell'orizzonte di proiezione dei prezzi delle materie prime alimentari a livello internazionale ed europeo. L'inflazione armonizzata al netto dell'energia e degli alimentari dovrebbe calare lievemente quest'anno, di riflesso alla dinamica contenuta dell'attività. Nel 2014 questa misura dell'inflazione segnerebbe un lieve aumento, per effetto della moderata ripresa economica. Le pressioni esterne sui prezzi si sono attenuate negli ultimi mesi a seguito dell'apprezzamento dell'euro nel 2013 e della diminuzione dei corsi del petrolio e delle materie prime non petrolifere. Pertanto, il tasso di crescita sul periodo corrispondente del deflatore delle importazioni dovrebbe mostrare una forte diminuzione nel 2013, per poi aumentare gradualmente verso la fine dell'orizzonte di previsione con il venire meno dell'effetto al ribasso connesso al precedente apprezzamento dell'euro, il rincaro delle materie prime non energetiche e il rafforzamento della domanda di importazioni.

Quanto alle pressioni interne sui prezzi, ci si attende che il tasso di incremento dei redditi per occupato resti sostanzialmente stabile nel 2013 e nel 2014. Considerando l'inflazione al consumo prospettata, i redditi per occupato in termini reali aumenterebbero moderatamente nel periodo in rassegna, dopo i decrementi del 2011 e del 2012. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto rimarrebbe relativamente elevata nel 2013, senza variazioni di rilievo rispetto all'anno precedente, per poi calare nel 2014 a causa dell'incremento congiunturale della crescita della produttività. I margini di profitto, dopo la forte flessione del 2012, scenderebbero ancora leggermente nel 2013, di riflesso alla debolezza dell'attività nell'area dell'euro e all'aumento relativamente sostenuto del costo del lavoro per unità di prodotto. In seguito ci si attende che il rallentamento del costo unitario del lavoro e il graduale miglioramento delle condizioni economiche favoriscano un recupero dei margini di profitto. Nel 2013 e nel 2014 gli aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette inclusi nei piani di risanamento dei conti pubblici fornirebbero un contributo significativo all'inflazione misurata sullo IAPC, anche se inferiore a quello osservato nel 2012.

### **CONFRONTO CON LE PROIEZIONI PUBBLICATE NEL MARZO 2013**

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE pubblicate nel Bollettino dello scorso marzo, il valore relativo alla crescita del PIL in termini reali è stato rivisto leggermente al ribasso per il 2013, in larga misura per effetto dell'inclusione dei dati più recenti pubblicati su questa variabile. Il valore previsto per il 2014 è stato rivisto lievemente al rialzo, rispecchiando l'impatto positivo esercitato dalla flessione dei tassi di interesse e del tasso di cambio effettivo dell'euro. Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, il valore prospettato per il 2013 è stato modificato al ribasso in virtù soprattutto del calo dei corsi petroliferi in dollari statunitensi, compensato solo in parte dal minore tasso di cambio effettivo dell'euro.

**Tavola 2 Confronto con le proiezioni di marzo 2013**

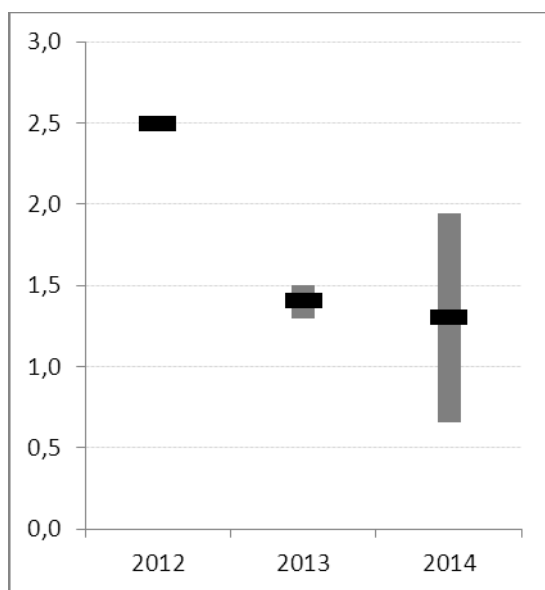
(variazioni percentuali; medie annue)

	<b>2013</b>	<b>2014</b>
PIL in termini reali – marzo 2013	-0,5 [-0,9 – -0,1]	1,0 [0,0 – 2,0]
PIL in termini reali – giugno 2013	-0,6 [-1,0 – -0,2]	1,1 [0,0 – 2,2]
IAPC – marzo 2013	1,6 [1,2 – 2,0]	1,3 [0,6 – 2,0]
IAPC – giugno 2013	1,4 [1,3 – 1,5]	1,3 [0,7 – 1,9]

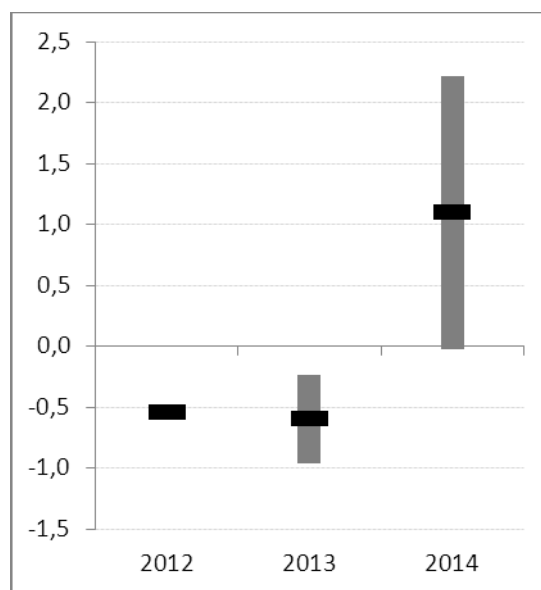
**Proiezioni macroeconomiche**

(variazioni percentuali; medie annue)

**a) IAPC dell'area dell'euro**



**b) PIL in termini reali dell'area dell'euro<sup>1)</sup>**



1) Le proiezioni sul PIL si basano su dati corretti per il numero di giornate lavorative.

**Riquadro 2**

**PREVISIONI FORMULATE DA ALTRE ORGANIZZAZIONI**

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro. Tuttavia, tali previsioni non sono perfettamente confrontabili tra loro né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, poiché sono state formulate in momenti differenti. Inoltre, esse si basano su metodi diversi, non del tutto specificati, per definire le ipotesi sulle variabili fiscali, finanziarie ed esterne, inclusi i corsi del

petrolio e di altre materie prime, e presentano differenze metodologiche nella correzione dei dati per il numero di giornate lavorative (cfr. tavola seguente).

Secondo le previsioni attualmente diffuse da altre organizzazioni, il PIL in termini reali dell'area dell'euro registrerebbe nel 2013 un calo compreso fra lo 0,3 e lo 0,6 per cento, che si colloca entro l'intervallo di valori delle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema e va confrontato al valore intermedio del -0,6 per cento. L'anno successivo segnerebbe un incremento compreso fra lo 0,9 e l'1,2 per cento, all'interno dell'intervallo di valori delle proiezioni e contro un valore intermedio dell'1,1 per cento.

Per l'inflazione misurata sullo IAPC le previsioni disponibili indicano un tasso medio annuo compreso fra l'1,5 e l'1,7 per cento nel 2013, che risulta in certa misura superiore all'intervallo e al valore intermedio indicati dalle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema. Per il 2014 si rileva una media compresa fra l'1,2 e l'1,6 per cento, all'interno dell'intervallo delle proiezioni e a fronte di un valore intermedio dell'1,3 per cento.

#### Confronto tra alcune previsioni sulla crescita del PIL e sull'inflazione nell'area dell'euro

(variazioni percentuali; medie annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali		IAPC	
		2013	2014	2013	2014
FMI	apr. 2013	-0,3	1,1	1,7	1,5
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	mag. 2013	-0,4	1,0	1,7	1,6
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	mag. 2013	-0,5	0,9	1,6	1,6
<i>Euro Zone Barometer</i>	mag. 2013	-0,4	1,0	1,6	1,6
OCSE	mag. 2013	-0,6	1,1	1,5	1,2
Commissione europea	mag. 2013	-0,4	1,2	1,6	1,5
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	giu. 2013	-0,6	1,1	1,4	1,3
		[-1,0 – -0,2]	[0,0 – 2,2]	[1,3 – 1,5]	[0,7 – 1,9]

Fonti: *Economic Forecasts* della Commissione europea, primavera 2013; *World Economic Outlook* dell'FMI, aprile 2013; *Economic Outlook* dell'OCSE, maggio 2013; *Consensus Economics Forecasts*; *Euro Zone Barometer* di MJEconomics e *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

Note: i tassi di crescita indicati nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. Per quanto riguarda le altre previsioni non viene fornita alcuna precisazione in merito.

© Banca centrale europea, 2013

Indirizzo: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Germany  
 Recapito postale: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Germany  
 Telefono: +49 69 1344 0  
 Fax: +49 69 1344 6000  
 Sito internet: <http://www.ecb.europa.eu>

Tutti i diritti riservati.

È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.