

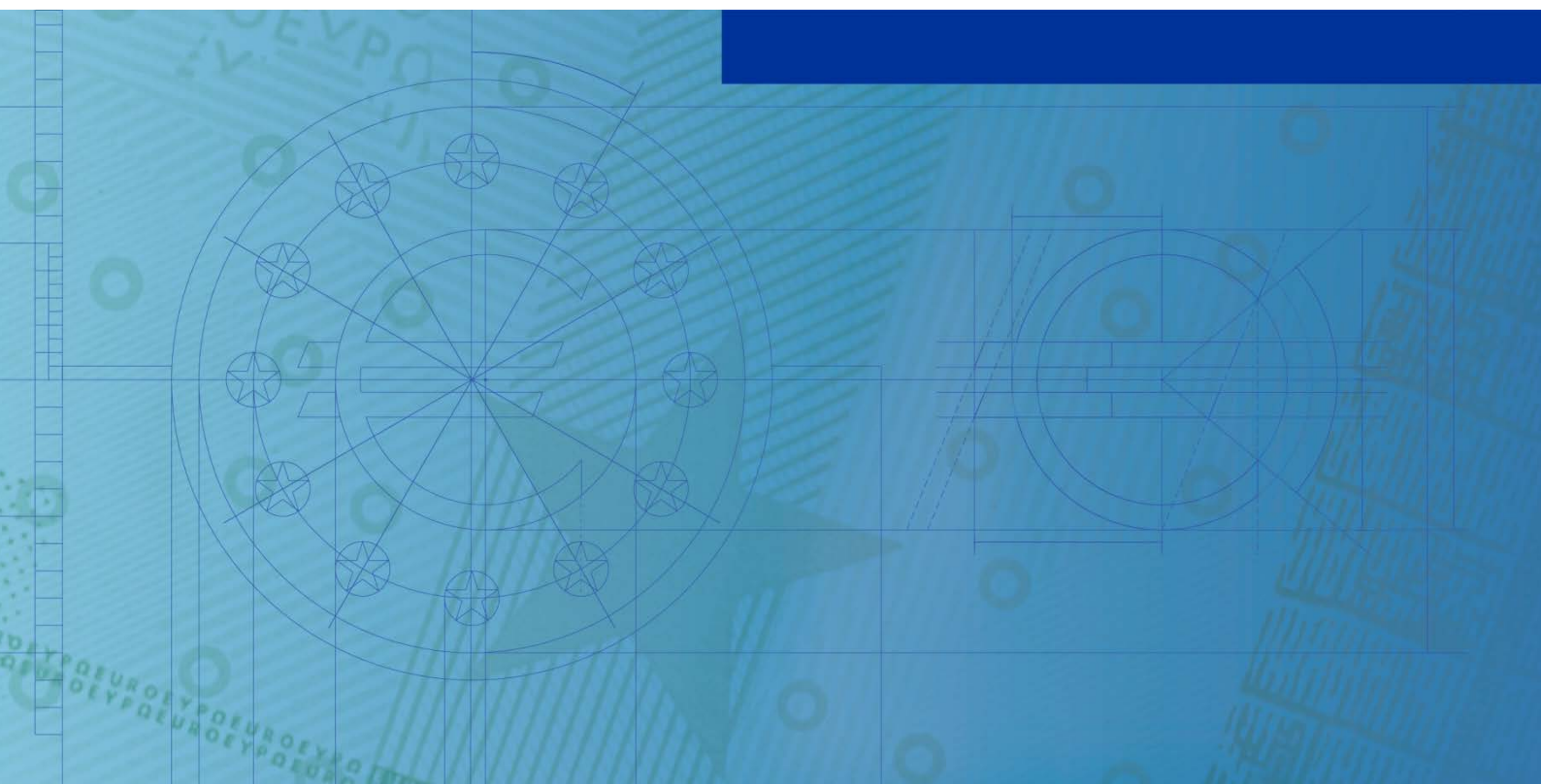


BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Rapporto annuale

2017



Indice

L'anno in sintesi	4	
L'anno in cifre	7	
Le politiche e le attività della BCE nel contesto economico e finanziario del 2017	9	
1	La ripresa economica nell'area dell'euro è stata sostenuta da condizioni favorevoli e dalla politica monetaria	9
1.1	La crescita economica mondiale ha acquisito slancio	10
1.2	Andamenti macroeconomici, fiscali e strutturali nell'area dell'euro	13
Riquadro 1	Le politiche strutturali nel mercato del lavoro dell'area dell'euro	23
Riquadro 2	Comprendere la dinamica contenuta dell'inflazione	25
Riquadro 3	Le determinanti dell'attuazione delle riforme strutturali	28
1.3	Andamenti finanziari e monetari	30
Riquadro 4	La struttura del finanziamento delle società non finanziarie e delle famiglie nell'area dell'euro	37
2	La politica monetaria all'insegna di pazienza, costanza e prudenza	42
2.1	L'orientamento della politica monetaria: un grado di accomodamento molto elevato	43
Riquadro 5	Indici di riferimento del mercato monetario dell'area dell'euro: sviluppi recenti	46
2.2	L'efficace trasmissione delle misure di politica monetaria della BCE	48
2.3	Andamenti del bilancio dell'Eurosistema	54
3	Il settore finanziario europeo fra capacità di tenuta e nuove sfide	57
3.1	Rischi e vulnerabilità presenti nel sistema finanziario dell'area dell'euro	58
Riquadro 6	Andamenti dei mercati immobiliari residenziali e commerciali nell'area dell'euro	62
3.2	La funzione macroprudenziale della BCE	65

3.3	Il contributo della BCE alle attività di regolamentazione	68
3.4	La funzione microprudenziale della BCE	73
4	Infrastrutture di mercato e pagamenti	74
4.1	Innovazione e integrazione delle infrastrutture di mercato e dei pagamenti	75
4.2	Sicurezza delle infrastrutture di mercato e pagamenti	77
Riquadro 7	Pagamenti istantanei e innovazione nel settore dei pagamenti al dettaglio	78
Riquadro 8	La resilienza cibernetica dell'ecosistema finanziario	79
5	Servizi finanziari forniti ad altre istituzioni	82
5.1	Gestione delle operazioni di assunzione ed erogazione di prestiti	82
5.2	I servizi di gestione delle riserve offerti dall'Eurosistema	82
6	Le banconote e le monete	83
6.1	La circolazione delle banconote e delle monete	83
Riquadro 9	L'utilizzo del contante da parte delle famiglie nell'area dell'euro	85
6.2	Contraffazione delle banconote in euro	87
6.3	La seconda serie di banconote in euro	88
7	Statistiche	89
7.1	Statistiche nuove e più esaustive	89
7.2	Altri sviluppi in ambito statistico	90
Riquadro 10	La cooperazione nel settore statistico a livello europeo e internazionale	93
Riquadro 11	AnaCredit in elaborazione: caratteristiche fondamentali	95
8	La ricerca economica	97
8.1	Priorità di ricerca presso la BCE	97
8.2	I nuclei e le reti di ricerca dell'Eurosistema/SEBC	98
8.3	Conferenze e pubblicazioni	99
9	Attività e obblighi giuridici	100

9.1	Partecipazione della BCE a procedimenti giudiziari a livello di UE	100
9.2	Pareri della BCE e casi di inottemperanza	102
9.3	Conformità al divieto di finanziamento monetario e accesso privilegiato	105
10	La cooperazione internazionale ed europea	107
10.1	Le relazioni europee	107
10.2	Le relazioni internazionali	109
11	L'attività di comunicazione esterna	111
11.1	La comunicazione al centro della politica della BCE	111
11.2	Migliorare la divulgazione	112
12	Governance interna e istituzionale	113
13	Sviluppi organizzativi e delle risorse umane	115
	Bilancio	A1
	Stato patrimoniale consolidato dell'Eurosistema al 31 dicembre 2017	C1
	Sezione statistica (disponibile solo in inglese)	S1

L'anno in sintesi



Nel 2017 la ripresa economica dell'area dell'euro ha assunto la forma di un'espansione solida e generalizzata. **L'economia è cresciuta del 2,5 per cento** e alla fine dell'anno si registravano 18 trimestri di crescita consecutivi. È la fase espansiva più vigorosa dell'ultimo decennio e la più estesa degli ultimi venti anni. **La dispersione dei tassi di crescita fra i paesi dell'area dell'euro ha toccato il livello minimo** dall'avvio dell'unione monetaria.

La robusta espansione ha fatto sì che la ripresa del mercato del lavoro progredisse a ritmo sostenuto. **L'occupazione è aumentata dell'1,6 per cento** collocandosi al massimo storico; questo andamento è stato sostenuto da tassi di partecipazione mai registrati prima fra donne e lavoratori più anziani. La disoccupazione è scesa al minimo dal gennaio 2009. Nel complesso l'occupazione è aumentata di 7,5 milioni di unità dalla metà del 2013, compensando interamente la perdita di posti di lavoro registrata durante la crisi.

Come negli anni precedenti la politica monetaria della BCE ha svolto un ruolo centrale in questo percorso di ripresa e di convergenza. Nel 2017 le asimmetrie riscontrate in passato nella trasmissione della nostra politica monetaria si sono in larga parte risolte e le condizioni di finanziamento si sono stabilizzate su minimi storici in tutta l'area dell'euro. A ciò è ascrivibile il più elevato tasso di crescita del credito al settore privato registrato dall'inizio della crisi nel 2008.

La robusta dinamica dell'economia reale, tuttavia, non è stata accompagnata da un analogo andamento dell'inflazione. Se da un lato **l'inflazione complessiva** è risalita rispetto ai livelli minimi del passato, **collocandosi all'1,5 per cento in media d'anno**, dall'altro le pressioni interne sui prezzi sono rimaste nel complesso flebili e l'inflazione di fondo non ha mostrato segnali di una sostenuta tendenza al rialzo.

Le diverse prospettive per la crescita e per l'inflazione hanno influenzato le **decisioni di politica monetaria** assunte dalla BCE nel corso dell'anno e ci hanno indotto a ricalibrare il programma di acquisto di attività.

In ottobre il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre ulteriormente gli acquisti, passando da un ritmo mensile di 60 miliardi di euro a un ritmo mensile di 30 miliardi di euro, ma ha anche concordato su un prolungamento del programma di almeno nove mesi, fino a settembre 2018. Inoltre, a marzo 2018 il Consiglio direttivo ha eliminato dal proprio comunicato ufficiale il riferimento esplicito alla sua disponibilità a estendere il programma di acquisto di attività in caso di un'evoluzione meno favorevole delle prospettive.

Le decisioni del Consiglio direttivo hanno riflesso l'accresciuta fiducia nelle prospettive economiche; in tale contesto un orientamento di politica monetaria invariato sarebbe risultato sempre più espansivo. Tuttavia, le decisioni hanno anche tenuto conto del fatto che per permettere l'accumularsi di spinte

inflazionistiche occorresse pazienza e per conseguire una dinamica dell'inflazione durevole e in grado di autosostenersi fosse necessaria costanza nella conduzione della politica monetaria.

Pur generando gli effetti desiderati, la politica monetaria può anche produrre effetti collaterali. Nel 2017 la BCE ha quindi continuato a seguire da vicino **i rischi per la stabilità finanziaria**, che sono apparsi contenuti.

Il rafforzamento della crescita in termini nominali ha contribuito a ridurre i rischi migliorando la sostenibilità del debito per imprese e famiglie. In entrambi i settori gli indici di indebitamento sono scesi ai livelli degli inizi del 2008, evidenziando che per il settore privato la ripresa non è avvenuta sulla scorta di un nuovo aumento della leva finanziaria. Di fatto, praticamente per la prima volta dall'avvio dell'unione monetaria, nel settore privato si sono registrati un incremento della spesa e una contestuale diminuzione del livello di indebitamento.

Anche per le banche il miglioramento della situazione economica ha offerto l'opportunità di rafforzare ulteriormente i bilanci. Un'economia più vigorosa ha contribuito a stabilizzare la redditività grazie all'incremento del volume d'affari e ai minori costi connessi alle rettifiche di valore delle attività. Le banche hanno mostrato una crescente capacità di assorbimento degli shock, con un aumento dei coefficienti di capitale primario di classe 1 (CET1) al 14,5 per cento nel terzo trimestre del 2017, e un miglioramento della qualità degli attivi.

Le banche dell'area dell'euro hanno accelerato la riduzione dei **crediti deteriorati (non-performing loans, NPL)**, che sono diminuiti dall'8 per cento dei crediti totali nel 2014 al 5,2 per cento nel terzo trimestre del 2017. Gli NPL hanno registrato un calo di 119 miliardi di euro soltanto nei primi tre trimestri del 2017, con una crescente quota di dismissioni derivante dalla cessione di crediti sui mercati secondari. Le iniziative della BCE per migliorare la trasparenza dei mercati degli NPL hanno contribuito a questo andamento. Permane, tuttavia, la necessità di ulteriori sforzi per ridurre le consistenze elevate di NPL.

La BCE ha inoltre continuato a tenere sotto osservazione le condizioni nei mercati finanziari. Una relativa calma ha caratterizzato i mercati nel 2017, che sono tuttavia rimasti vulnerabili a un repentino repricing del rischio e all'intensificarsi della volatilità dei mercati finanziari. Questi rischi si sono concretizzati nei mercati azionari mondiali agli inizi del 2018, seppur ad oggi senza ripercussioni significative sui mercati del credito dell'area dell'euro e quindi sulle condizioni finanziarie in senso più generale.

Nel 2017 abbiamo assistito anche a importanti sviluppi nell'architettura dei pagamenti dell'area dell'euro. È stata completata l'ultima finestra di migrazione a **Target2-Securities (T2S)**, in seguito alla quale la piattaforma ha trattato in media 556.684 operazioni al giorno. L'introduzione della nuova banconota da €50 ha rafforzato la sicurezza dei pagamenti per i cittadini dell'area dell'euro, per i quali il contante resta lo strumento primario di pagamento utilizzato presso i punti vendita.

Infine, la BCE ha adottato una serie di misure per rafforzare la **trasparenza** e farsi carico più efficacemente della **responsabilità di dar conto del proprio operato** nei confronti dei cittadini dell'UE. Nel 2017 abbiamo risposto a 138 interrogazioni presentate da membri del Parlamento europeo. Abbiamo inaugurato il nuovo Centro visitatori, per il quale si prevede un'affluenza di 40.000 persone l'anno. Il nostro sito Internet è stato visitato da ogni parte del mondo e ha registrato oltre 17 milioni di accessi.

In prospettiva, ci attendiamo che nel 2018 l'espansione economica prosegua a un ritmo vigoroso. Pur restando fiduciosi che l'inflazione converga verso il nostro obiettivo nel medio termine, permangono ancora incertezze riguardo al margine di capacità inutilizzata nell'economia.

Occorre quindi proseguire con pazienza, costanza e prudenza nella conduzione della politica monetaria al fine di assicurare il ritorno dell'inflazione verso l'obiettivo prefissato.

Francoforte sul Meno, aprile 2018

Mario Draghi
Presidente

L'anno in cifre



Espansione solida e generalizzata dell'attività economica

2,5 per cento

La crescita media annua del prodotto interno lordo dell'area dell'euro ha beneficiato dell'incremento delle esportazioni nette e di una robusta spesa interna per beni e servizi.



Inflazione su un percorso di ripresa

1,5 per cento

È aumentata l'inflazione complessiva media dell'area dell'euro, sostanzialmente per effetto del rincaro dell'energia e, in misura minore, dei beni alimentari.



Occupazione superiore al livello pre-crisi

1,6 per cento

È proseguita la ripresa del mercato del lavoro con una robusta crescita dell'occupazione, che si deve sia al quadro economico positivo sia al successo delle misure di politica monetaria.



Dispersione dei tassi di crescita ai minimi storici

1998: $\sigma = 1,47$
2017: $\sigma = 0,75$

Nel 2017 la differenza fra i tassi di crescita dei paesi dell'area dell'euro, misurata come deviazione standard del valore aggiunto lordo, è stata la più bassa mai registrata nella storia dell'unione monetaria.



La solvibilità delle banche è migliorata

14,5 per cento

È proseguito il miglioramento della posizione di solvibilità delle banche dell'area dell'euro, con i coefficienti di CET1 al 14,5 per cento nel terzo trimestre del 2017.



La riduzione dei crediti deteriorati ha accelerato

- 119 miliardi di euro

Il valore totale dei crediti deteriorati delle banche dell'area dell'euro si è ridotto considerevolmente nei primi tre trimestri dell'anno.



È cresciuto il numero di operazioni in T2S

556.684 al giorno

Il completamento della migrazione a T2S ha segnato un significativo passo avanti nell'integrazione dell'infrastruttura europea di regolamento delle transazioni in titoli, come dimostra il numero medio di operazioni giornaliere dopo il completamento dell'ultima finestra di migrazione.



Numerose risposte fornite al Parlamento europeo

138

Il Presidente della BCE Mario Draghi ha risposto a più di 130 interrogazioni presentate da membri del Parlamento europeo, in linea con gli elevati standard della BCE per quanto riguarda la trasparenza e la responsabilità di dar conto del proprio operato.

Le politiche e le attività della BCE nel contesto economico e finanziario del 2017

1 La ripresa economica nell'area dell'euro è stata sostenuta da condizioni favorevoli e dalla politica monetaria

Nel 2017 è proseguita nell'area dell'euro l'espansione economica iniziata nel 2013, mostrando, a fronte di varie incertezze, una buona capacità di tenuta. La crescita del prodotto si è confermata ed è divenuta più generalizzata, in presenza della dispersione dei tassi di crescita tra paesi e settori più bassa degli ultimi venti anni. I mercati del lavoro nell'area dell'euro hanno seguito a beneficiare dell'attuale fase di ripresa. L'occupazione è salita al livello più elevato dall'istituzione dell'area dell'euro, mentre il tasso di disoccupazione è sceso a un livello che non si registrava dal primo trimestre del 2009.

La ripresa economica nell'area dell'euro è stata sostenuta da diversi fattori propizi, sia ciclici sia strutturali. La crescita del prodotto mondiale ha acquisito slancio e ha favorito la domanda di esportazioni; al tempo stesso, anni di risanamento dei bilanci, di rafforzamento istituzionale e di riforme strutturali nell'area dell'euro hanno prodotto effetti positivi. Inoltre, l'orientamento complessivo delle politiche di bilancio è stato sostanzialmente neutro. A sostenere le dinamiche della moneta e del credito e a rafforzare la ripresa sia dei consumi privati sia degli investimenti hanno concorso le misure di politica monetaria della BCE, assicurando tassi di interesse bassi e il mantenimento di condizioni di finanziamento favorevoli.

Nonostante la consolidata ripresa economica, la dinamica dei prezzi non ha per il momento mostrato segni convincenti di un sostenuto aggiustamento al rialzo verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine, in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE. Le spinte inflazionistiche di fondo sono rimaste moderate poiché permane un significativo eccesso di offerta nel mercato del lavoro. Occorrerà del tempo perché il miglioramento osservato sul mercato del lavoro si traduca in una crescita salariale più vigorosa. Inoltre, è importante guardare oltre la variabilità dei dati sull'inflazione a breve termine, che hanno implicazioni nulle o limitate sulle prospettive per la stabilità dei prezzi a medio termine.

L'espansione solida e generalizzata ha indotto a ritenere con maggiore fiducia che la dinamica dei prezzi si rafforzerà nel tempo. Il Consiglio direttivo della BCE ha sottolineato al riguardo la necessità di pazienza, costanza e prudenza, in quanto si tratta di un processo che, come previsto, richiede tempo e dipende da un grado molto elevato di accomodamento monetario.

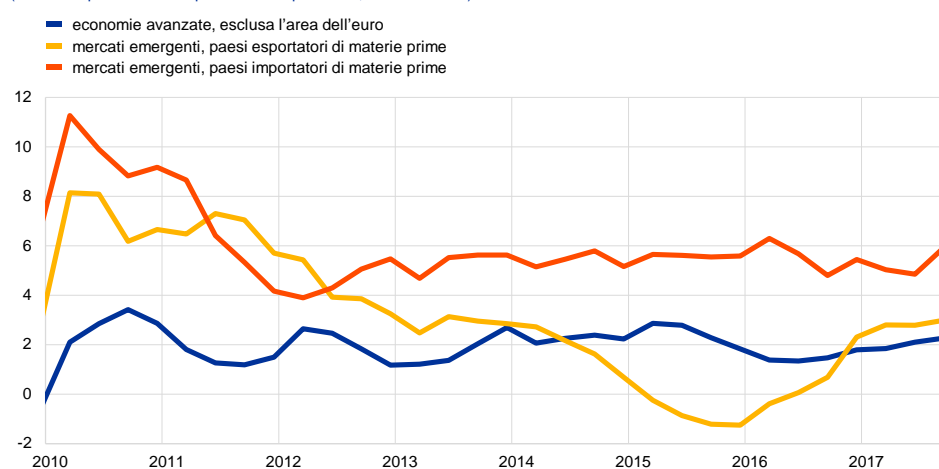
La crescita economica mondiale ha acquisito slancio

La fase di espansione congiunturale dell'economia mondiale è proseguita nel 2017 (cfr. grafico 1). La ripresa si è anche estesa a vari paesi e componenti. Se i consumi hanno continuato a rappresentare una determinante fondamentale della crescita mondiale, la domanda di investimenti, specie nelle economie avanzate, è risalita. La ripresa dell'interscambio mondiale ha coinciso con il rafforzamento del clima di fiducia delle imprese e con una rotazione della domanda verso aree a maggiore intensità di importazioni, l'Europa in particolare.

Grafico 1

PIL mondiale in termini reali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonte: Haver Analytics, statistiche nazionali ed elaborazioni della BCE.

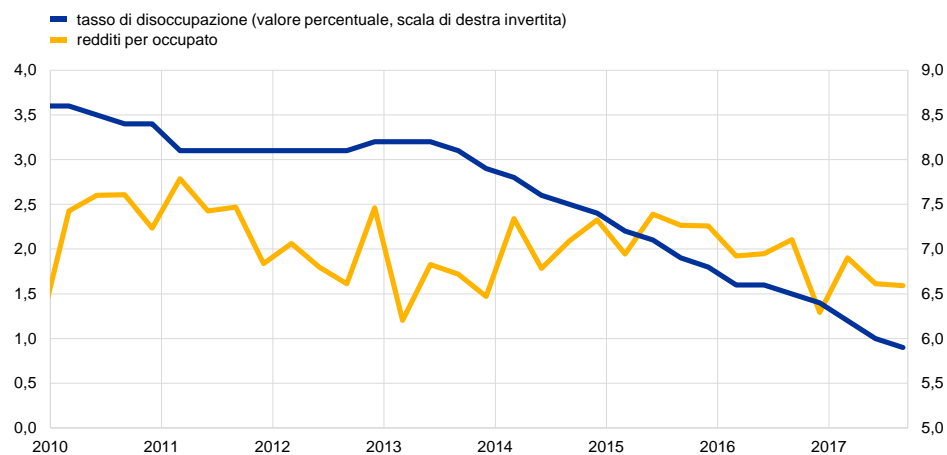
Note: PIL corretto utilizzando le parità di potere di acquisto (PPA). Le economie avanzate includono Australia, Canada, Giappone, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. Le economie esportatrici di materie prime includono Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Indonesia, Malaysia, Messico, Russia, Sudafrica e Venezuela. Le economie importatrici di materie prime includono Corea, Hong Kong, India, Singapore, Taiwan, Thailandia e Turchia.

Il recupero dell'economia su scala internazionale è stato sospinto da diversi fattori propizi nelle economie avanzate, mentre le notevoli difficoltà nelle economie di mercato emergenti si sono attenuate. Nelle economie avanzate, l'eccesso di offerta sia nella capacità produttiva che nei mercati del lavoro è diminuito ulteriormente, mano a mano che le fonti di crescita sono progressivamente divenute endogene. Le politiche accomodanti, così come il miglioramento del clima di fiducia presso imprese e famiglie, hanno sostenuto l'attività economica nelle economie avanzate. Nei mercati emergenti, politiche accomodanti hanno continuato a sostenere la robusta crescita dei paesi importatori di materie prime, mentre nei paesi esportatori di materie prime la crescita ha registrato un'espansione grazie all'aumento dei prezzi di tali beni e alla ripresa degli afflussi di capitale.

Grafico 2

Andamenti del mercato del lavoro nell'area OCSE

(dati trimestrali)



Fonti: Haver Analytics, elaborazioni dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) e della BCE.

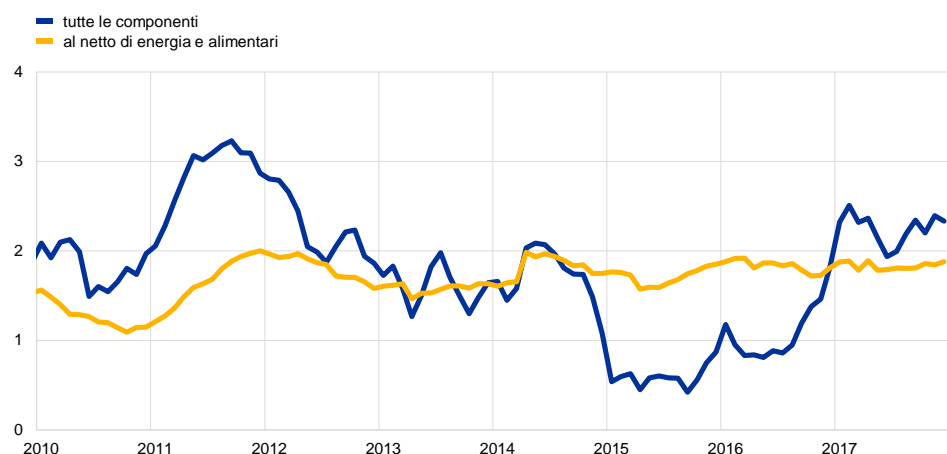
Nota: il reddito per occupato è calcolato sommando le variazioni sul periodo corrispondente (in termini destagionalizzati) del costo del lavoro per unità di prodotto e della produttività del lavoro.

L'espansione della domanda nazionale e le flessioni osservate nella disoccupazione non si sono tradotte in un aumento delle retribuzioni (cfr. grafico 2) e in un maggior vigore dell'inflazione di fondo nella maggior parte delle economie principali. Rispetto all'anno scorso, su scala internazionale l'inflazione al netto della componente alimentare ed energetica si è mantenuta sostanzialmente stabile. L'inflazione complessiva a livello internazionale, tuttavia, è salita, per motivi riconducibili alla ripresa nei prezzi delle materie prime (cfr. grafico 3).

Grafico 3

Tassi di inflazione nell'area OCSE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



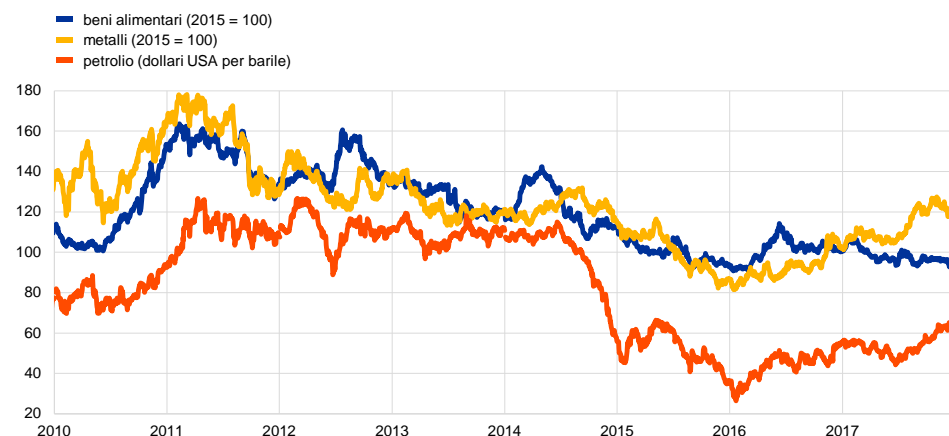
Fonti: Haver Analytics, elaborazioni OCSE e BCE.

L'aumento dei prezzi delle materie prime ha sospinto l'inflazione su scala internazionale

I prezzi del greggio di qualità Brent si sono risollevati nella seconda metà del 2017 (cfr. grafico 4), dopo aver seguito nella prima metà dell'anno una tendenza al ribasso dai 56 dollari al barile di gennaio ai 44 dollari in giugno, soprattutto per effetto delle perplessità riguardo all'efficacia dell'accordo raggiunto nel 2016 tra i membri dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) e i principali paesi produttori di petrolio non OPEC sul taglio alla produzione a fronte della considerevole offerta di greggio da parte degli Stati Uniti. Alla fine di dicembre, i prezzi, che hanno sostenuto gli andamenti dell'inflazione su scala internazionale, sono saliti a 67 dollari al barile, rispecchiando il riequilibrio del mercato per effetto della domanda, che nel 2017 ha superato le attese, del prolungamento a maggio 2017 dei tagli alla produzione da parte dei paesi OPEC e non OPEC e delle interruzioni nella produzione da parte di alcuni paesi, che hanno progressivamente ridotto le scorte petrolifere. Alla fine dell'anno, le quotazioni erano ulteriormente cresciute per via delle tensioni geopolitiche, delle aspettative riguardo a un'ulteriore estensione dell'accordo tra i paesi OPEC e non OPEC sui tagli alle forniture, confermate dall'effettiva proroga dello scorso 30 novembre sino alla fine del 2018, e della forte domanda internazionale di petrolio.

Grafico 4 Principali andamenti dei prezzi delle materie prime

(dati giornalieri)



Fonti: Bloomberg, Hamburg Institute of International Economics, BCE ed elaborazioni della BCE.

Le quotazioni delle materie prime non petrolifere sono complessivamente aumentate nel 2017, principalmente a causa dei rincari dei metalli. Dopo un breve calo nel periodo estivo, le quotazioni dei metalli sono cresciute, soprattutto nel terzo trimestre, principalmente per effetto della domanda sostenuta e dell'interruzione nell'offerta da parte di alcuni paesi esportatori. Per contro, nel complesso i prezzi delle derrate alimentari sono diminuiti nel 2017, soprattutto per effetto dell'abbondante offerta mondiale di soia, grano, olio di palma e mais. Tuttavia, gli andamenti dei prezzi dei generi alimentari sono stati più che compensati dal rincaro dei metalli.

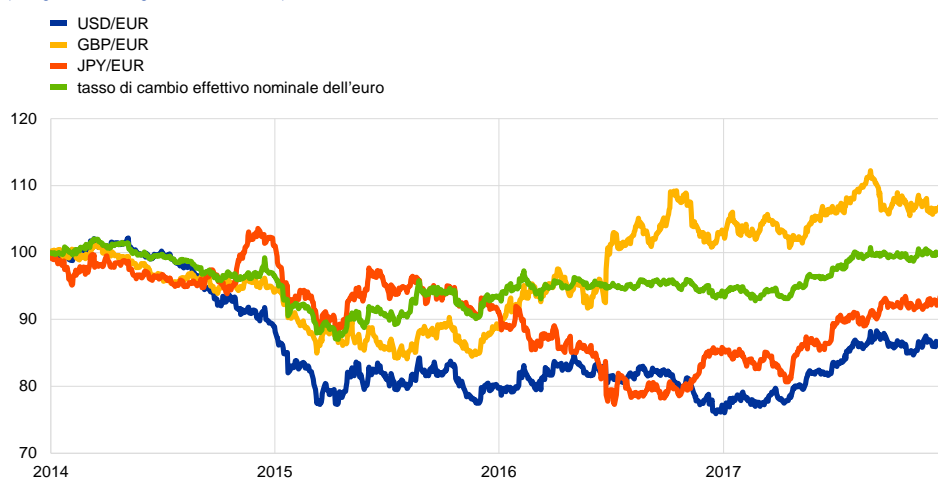
Il tasso di cambio effettivo dell'euro si è apprezzato

Nel 2017 il tasso di cambio dell'euro si è apprezzato in termini effettivi nominali (cfr. grafico 5). In termini bilaterali, l'euro si è apprezzato nei confronti della maggior parte delle principali divise. Tale apprezzamento è stato particolarmente pronunciato nei confronti del dollaro statunitense. L'euro si è significativamente apprezzato anche nei confronti dello yen giapponese e, sebbene in misura meno pronunciata, della sterlina britannica.

Grafico 5

Tasso di cambio dell'euro

(dati giornalieri; 1° gennaio 2014 = 100)



Fonti: Bloomberg, Hamburg Institute of International Economics, BCE ed elaborazioni della BCE.
Nota: tasso di cambio effettivo nominale rispetto ai 38 principali partner commerciali.

La corona danese è al momento l'unica divisa che partecipa ai Nuovi accordi europei di cambio (AEC II). Tale valuta nel 2017 è stata scambiata a una quotazione prossima al tasso di cambio centrale nell'ambito dell'AEC II. La Česká národní banka ha abbandonato il tasso di cambio minimo della corona ceca nei confronti dell'euro nell'aprile 2017 e in seguito l'euro si è deprezzato rispetto ad essa. La Hrvatska narodna banka ha seguito a effettuare interventi sui mercati valutari nel quadro del suo regime di cambio a fluttuazione controllata e la kuna croata è rimasta complessivamente stabile nei confronti dell'euro. Il lev bulgaro è rimasto ancorato all'euro. L'euro si è altresì mantenuto sostanzialmente stabile rispetto al fiorino ungherese e al leu romeno, mentre si è apprezzato nei confronti della corona svedese e del franco svizzero e si è deprezzato nei confronti dello zloty polacco.

1.2 Andamenti macroeconomici, fiscali e strutturali nell'area dell'euro

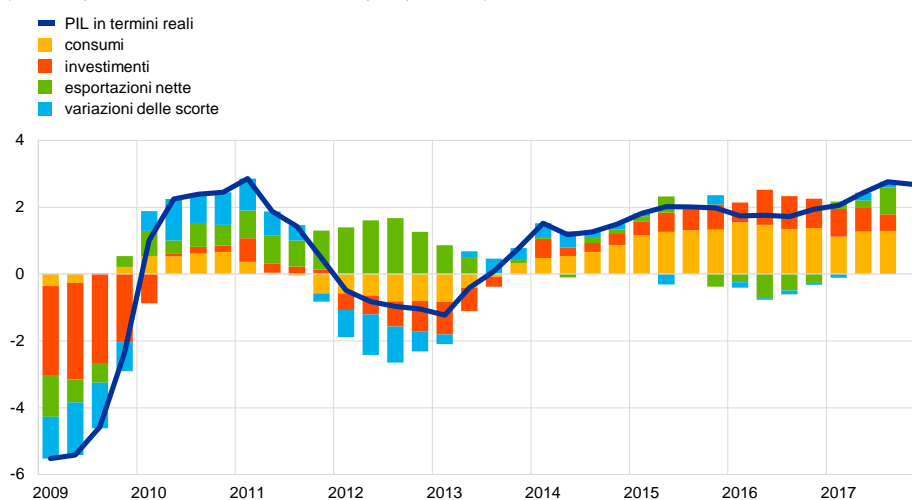
Nel 2017 l'espansione economica dell'area dell'euro ha acquisito slancio in virtù dell'apporto positivo delle esportazioni nette, sostenute dalla ripresa generalizzata a livello mondiale, che si sono aggiunte alla forza della domanda interna (cfr. grafico 6). I consumi privati hanno beneficiato dell'aumento della ricchezza delle famiglie e della crescita dell'occupazione, a sua volta favorita anche dalle passate

riforme del mercato del lavoro (cfr. riquadro 1). Al contempo sono ulteriormente saliti i consumi delle amministrazioni pubbliche, che hanno quindi contribuito positivamente alla crescita economica. È proseguita la ripresa degli investimenti privati, sostenuti da condizioni di finanziamento molto favorevoli e da miglioramenti nella redditività delle imprese. Dopo aver chiaramente raggiunto il livello minimo nel 2015, gli investimenti in costruzioni hanno continuato a rafforzarsi. Nel 2017 sono inoltre aumentati gli investimenti delle amministrazioni pubbliche, dopo il calo dell'anno precedente.

Grafico 6

PIL dell'area dell'euro in termini reali

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'espansione del PIL sul periodo corrispondente relativa al quarto trimestre del 2017 si riferisce alla stima preliminare, mentre le ultime osservazioni per le componenti si riferiscono al terzo trimestre 2017.

Nel 2017 l'economia dell'area dell'euro ha evidenziato maggiore capacità di tenuta

I consumi privati nell'area dell'euro si sono rafforzati ulteriormente nel 2017, segnando un tasso di variazione medio annuo pari a circa l'1,8 per cento. Il principale fattore che ha sospinto l'incremento dei consumi è stato l'aumento dei redditi da lavoro. A tale riguardo, è stata soprattutto la crescita del numero degli occupati, più che delle retribuzioni, ad aver contribuito all'aumento dei redditi nominali da lavoro totali. La crescita del reddito disponibile reale, al contempo, è stata lievemente inferiore rispetto a quella dell'anno precedente. I consumi privati hanno continuato a essere sostenuti anche dai bassi tassi di interesse. Il rapporto tra il debito delle famiglie e il PIL non è aumentato e gli investimenti nell'edilizia residenziale sono rimasti contenuti rispetto al periodo pre-crisi.

Il rafforzamento nel 2017 della domanda interna ed estera dell'area ha sostenuto gli investimenti delle imprese. Questi ultimi hanno inoltre beneficiato dell'aumento degli utili societari, del crescente grado di utilizzo della capacità produttiva e

dell'orientamento molto accomodante della politica monetaria, che ha ridotto gli oneri netti per interessi delle imprese e allentato le condizioni di finanziamento. Non considerando la volatilità causata dalle riclassificazioni statistiche degli investimenti immateriali applicate in Irlanda, la ripresa ha interessato in maniera generalizzata i mezzi di trasporto, gli altri impianti e macchinari e i prodotti di proprietà intellettuale. Alcuni fattori hanno tuttavia continuato a gravare sulle attività di investimento delle imprese, come lo stabilizzarsi delle aspettative di crescita a lungo termine dell'area dell'euro su valori relativamente contenuti (come segnalato dalle previsioni su un orizzonte da sei a dieci anni di Consensus Economics), l'incertezza geopolitica, fattori istituzionali e regolamentari sfavorevoli e gli aggiustamenti in atto dei bilanci societari legati all'elevato indebitamento delle imprese in alcuni paesi.

Anche gli investimenti in costruzioni hanno registrato un miglioramento, pur partendo da livelli modesti, procedendo di pari passo con la ripresa del mercato immobiliare nell'area dell'euro. Tale ripresa ha rispecchiato la crescita della domanda, sostenuta a sua volta dall'incremento del reddito reale e dalla maggiore fiducia dei consumatori, oltre che da tassi sui mutui e condizioni di credito favorevoli. Il recupero del mercato immobiliare è stato generalizzato nell'area, sebbene i livelli di investimento in costruzioni mostrino differenze sostanziali rispetto a quelli relativi al periodo pre-crisi.

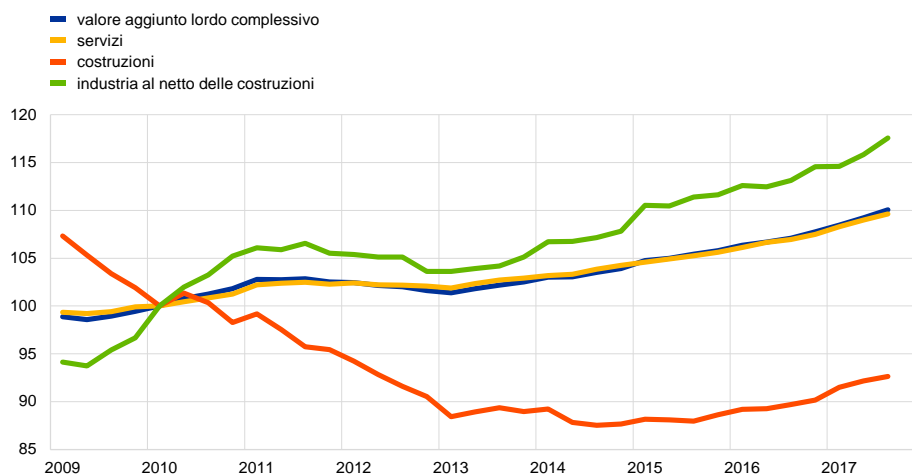
Nel 2017 l'espansione economica è stata sostenuta da migliori risultati dell'area sui mercati esteri, nonostante alcuni effetti avversi derivanti dal tasso di cambio effettivo dell'euro. Sono aumentate le esportazioni di beni, in prevalenza verso partner commerciali in Europa, ma anche in Cina e negli Stati Uniti; il commercio di beni con il Regno Unito e i paesi OPEC si è invece mantenuto su livelli contenuti. Come già avvenuto l'anno precedente, la crescita delle esportazioni è stata soprattutto trainata dal commercio di beni finali e intermedi. Si è rafforzato lo slancio dell'interscambio all'interno dell'area dell'euro di riflesso alla sostenuta dinamica di fondo della crescita della domanda interna.

L'incremento del prodotto nel 2017 ha interessato tutti i settori economici (cfr. grafico 7). Il valore aggiunto lordo complessivo, che già nel 2015 aveva superato il massimo pre-crisi, è aumentato in media del 2,4 per cento. La crescita del valore aggiunto nell'industria (al netto delle costruzioni) si è portata al 2,9 per cento circa nel 2017, mentre il settore dei servizi ha registrato un'espansione di circa il 2,2 per cento su base annua, in accelerazione rispetto al 2016. Allo stesso tempo, il valore aggiunto nelle costruzioni, pur essendo ancora ben al di sotto dei livelli pre-crisi, ha acquisito ulteriore slancio aumentando di circa il 3,0 per cento, il più alto tasso di crescita registrato dal 2006. Ciò conferma la ripresa crescente del comparto edilizio dopo il prolungato periodo di contrazione o crescita debole iniziato con la crisi finanziaria del 2008.

Grafico 7

Valore aggiunto lordo reale nell'area dell'euro per attività economica

(indice: 1° trim. 2010 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2017.

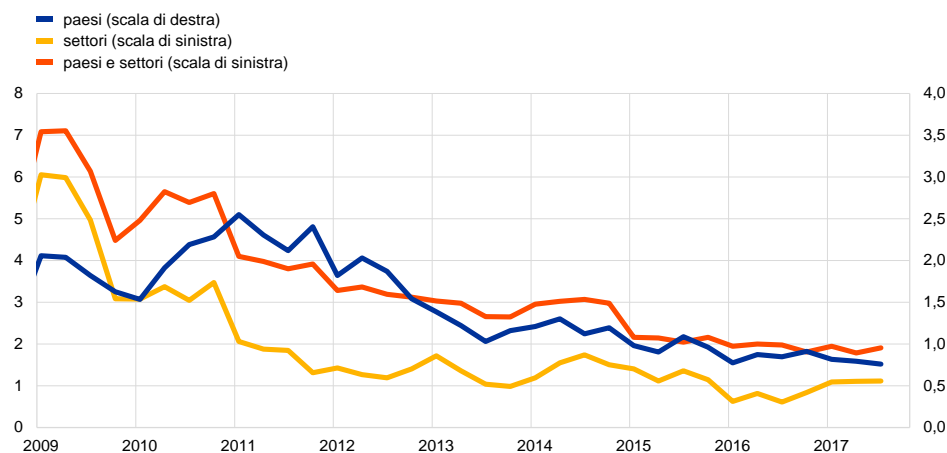
La ripresa economica iniziata nel 2013, sebbene abbia evidenziato gradualità e moderazione in fase di avvio, si è rafforzata nel tempo estendendosi all'intera area dell'euro. Tale evoluzione positiva si contrappone nettamente alla breve ripresa del 2009-2010, durante la quale si è registrata una crescita del prodotto relativamente disomogenea. L'attuale diffusione della crescita economica si è manifestata con una dispersione significativamente minore dei tassi di crescita del valore aggiunto nei diversi paesi e settori. La politica monetaria della BCE e l'associato allentamento delle condizioni di finanziamento hanno svolto un ruolo centrale nella ripresa e nella convergenza tra i paesi.

Dal 2009, la deviazione standard ponderata della variazione sull'anno precedente del valore aggiunto nei 19 paesi dell'area dell'euro, così come nei nove principali settori economici dell'area (esclusa l'agricoltura) ha evidenziato una tendenza al ribasso (cfr. grafico 8). Il livello massimo toccato dalla dispersione fra settori in tale anno è legato al crollo del commercio mondiale (che ha interessato il settore industriale) e alla netta contrazione del mercato delle abitazioni (che ha interessato il comparto edilizio), mentre il picco della dispersione fra paesi del 2011 è dipeso dalla crisi del debito sovrano. Dati recenti mostrano che la dispersione della crescita del valore aggiunto combinata tra settori e paesi ha raggiunto livelli bassi che non si riscontravano dall'avvio dell'Unione economica e monetaria. Si tratta di un segnale positivo per la crescita economica nel periodo a venire, dal momento che l'espansione tende a mostrare maggiore forza e capacità di tenuta quando la crescita si fonda su una base più ampia.

Grafico 8

Dispersione della crescita del valore aggiunto tra paesi e settori

(deviazione standard; punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la dispersione della crescita tra paesi è misurata come deviazione standard ponderata della variazione sull'anno precedente del valore aggiunto (i dati per Malta non sono disponibili; a partire dal 2015 è escluso il valore aggiunto dell'Irlanda). La dispersione della crescita tra settori è misurata come deviazione standard ponderata della crescita sull'anno precedente del valore aggiunto nei nove principali settori economici dell'area dell'euro, esclusa l'agricoltura. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2017.

La disoccupazione nell'area dell'euro ha continuato a diminuire

I mercati del lavoro dell'area dell'euro hanno registrato un'ulteriore ripresa nel 2017 (cfr. grafico 9). Nel terzo trimestre dell'anno il numero di occupati nell'area è aumentato dell'1,7 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2016, o del 5,0 per cento rispetto all'ultimo minimo toccato nel secondo trimestre del 2013. Nel corso dell'intera ripresa il numero degli occupati è cresciuto di circa 7,5 milioni di unità. Ciò ha portato il livello dell'occupazione al di sopra del picco pre-crisi raggiunto nel primo trimestre del 2008 e al più alto valore osservato dall'introduzione dell'euro. La crescita dell'occupazione durante la ripresa è stata generalizzata, sia tra i paesi sia tra i settori.

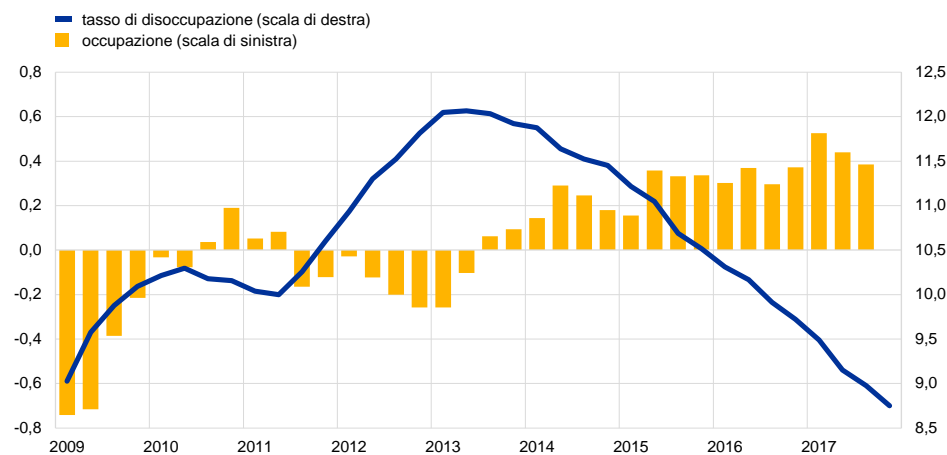
Nei primi tre trimestri del 2017 il monte ore lavorate è aumentato a un tasso all'incirca simile a quello del numero degli occupati e di riflesso la media delle ore lavorate per addetto è rimasta sostanzialmente stabile. La crescita annuale della produttività per occupato è rimasta modesta, in media intorno allo 0,8 per cento nei primi tre trimestri del 2017, a fronte di un incremento dello 0,4 per cento nel 2016.

Il tasso di disoccupazione ha continuato a scendere nel 2017 e in dicembre ha raggiunto l'8,7 per cento, il livello minimo dall'inizio del 2009 (cfr. grafico 9). Il calo della disoccupazione, iniziato nella seconda metà del 2013, ha interessato entrambi i generi e le diverse fasce di età ed è avvenuto in un contesto di ulteriore aumento dell'offerta di lavoro. Misure più ampie di sottoutilizzo del lavoro rimangono tuttavia su livelli elevati (cfr. anche il riquadro 1).

Grafico 9

Indicatori del mercato del lavoro

(percentuale delle forze di lavoro; tassi di crescita sul trimestre precedente; dati destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

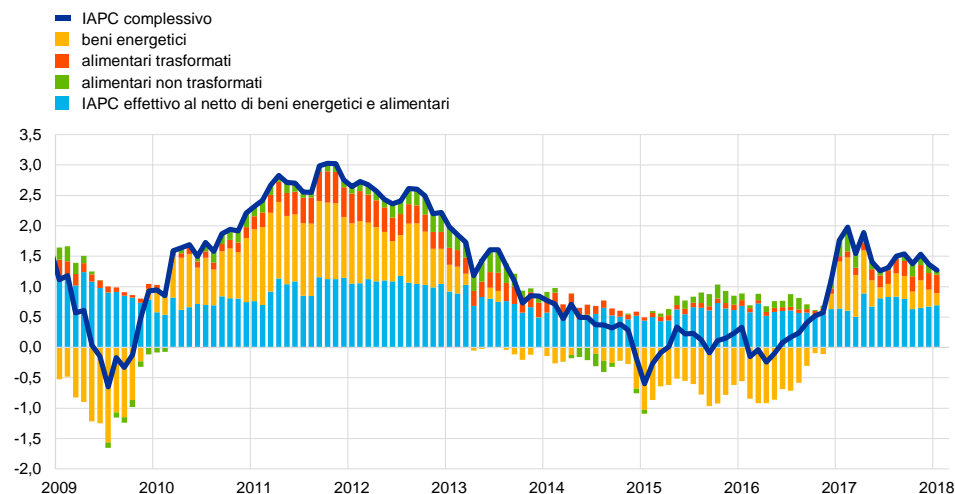
La crescita salariale e l'inflazione sono rimaste su livelli modesti

L'inflazione complessiva media nell'area dell'euro, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), è salita all'1,5 per cento nel 2017 dallo 0,2 dell'anno precedente. Tale aumento è in gran parte ascrivibile al maggiore contributo dei prezzi dei beni energetici e, in misura minore, dei beni alimentari. L'inflazione di fondo, misurata dall'inflazione armonizzata al netto di beni energetici e alimentari, ha registrato un incremento soltanto marginale portandosi in media all'1,0 per cento nel 2017 dallo 0,9 del 2016, dal momento che le pressioni derivanti dai costi interni sono rimaste piuttosto contenute (cfr. grafico 10).

Grafico 10

Inflazione misurata sullo IAPC e contributi per componente

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Il profilo dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC nel corso dell'anno è stato anche fortemente influenzato dagli andamenti dei prezzi dell'energia. L'aumento dei corsi petroliferi al volgere dell'anno e gli effetti base connessi agli andamenti dell'anno precedente hanno spinto l'inflazione complessiva al picco del 2,0 per cento a febbraio 2017. Gran parte di quell'incremento era stato riassorbito a metà anno in ragione della nuova contrazione dei prezzi. I bruschi aumenti dei prezzi dei prodotti ortofrutticoli connessi alle condizioni meteorologiche hanno determinato all'inizio dell'anno un notevole contributo dei prezzi dei beni alimentari non trasformati, mentre nella seconda metà del 2017 tale contributo è essenzialmente derivato dai prezzi dei beni alimentari trasformati. Ciò ha in parte rispecchiato gli andamenti iniziali allo stadio dei prezzi delle materie prime alimentari e dei prezzi alla produzione, che si sono lentamente trasmessi ai prezzi al consumo.

Al di là dell'impatto di queste componenti tipicamente più volatili, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari ha continuato a oscillare intorno ai tassi moderati osservati nel 2016, pur evidenziando un modesto e temporaneo aumento intorno alla metà dell'anno. Né l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, né altre stime dell'inflazione di fondo hanno mostrato segnali più convincenti di una sostenuta tendenza al rialzo nella seconda metà dell'anno (per un'analisi relativa alla bassa inflazione di fondo nell'area dell'euro cfr. il riquadro 2).

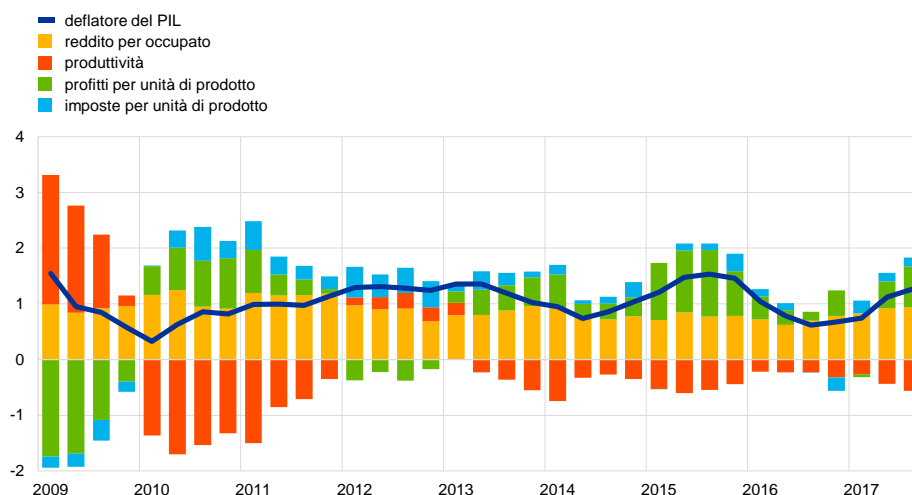
La mancanza di segnali convincenti di una sostenuta tendenza al rialzo ha riguardato anche i tassi delle due principali categorie di inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari, ossia quelle relative ai beni industriali non energetici e ai servizi. Nel complesso l'inflazione dei beni industriali non energetici si è mantenuta relativamente stabile, permanendo su un valore medio pari allo 0,4 per cento nel 2017, identico a quello registrato nel 2016. Ciò ha determinato pressioni inflazionistiche piuttosto contenute, in quanto né i precedenti incrementi dei corsi petroliferi né il precedente deprezzamento dell'euro sembrano aver generato marcati effetti di trasmissione sui prezzi al consumo finali. Mentre il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi delle importazioni per i beni di consumo non alimentari ha reagito secondo le attese agli andamenti del cambio, l'impatto di tali differenze è stato attenuato dal permanere su livelli contenuti, nel corso dell'anno, del tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione per le vendite interne di beni di consumo non alimentari. Il contenimento delle pressioni domestiche lungo le catene di produzione e fissazione dei prezzi al dettaglio è stato inoltre probabilmente determinato da un effetto di attenuazione esercitato dai margini di profitto nelle varie fasi. Nel 2017 l'inflazione dei servizi è stata in media pari all'1,4 per cento, pertanto superiore a quella registrata nel 2016, pur rimanendo ben al di sotto della propria media di lungo periodo. La battuta d'arresto che ha interessato il rialzo dell'inflazione è stata in parte determinata da fattori straordinari, ma più in generale i prezzi dei servizi sarebbero stati influenzati dalle limitate pressioni dal lato dei costi interni.

Le pressioni derivanti dai costi interni misurate dal deflatore del PIL sono lievemente aumentate, permanendo tuttavia complessivamente contenute nel 2017 (cfr. grafico 11). La crescita sui dodici mesi del reddito per occupato aveva raggiunto un punto di svolta a metà del 2016 ed è gradualmente aumentata, collocandosi

all'1,7 per cento nel terzo trimestre del 2017. Tra i fattori che potrebbero aver frenato la dinamica salariale figurano il perdurare di un ampio margine di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro (in particolare se si considera anche il sottoutilizzo del lavoro), la debole crescita della produttività, l'impatto esercitato dalla passata bassa inflazione tramite meccanismi formali e informali di indicizzazione, così come il protrarsi degli effetti delle riforme del mercato del lavoro introdotte in alcuni paesi durante la crisi finanziaria. I maggiori incrementi salariali non si sono tradotti in un aumento del costo del lavoro per unità, visto l'incremento registrato anche dalla crescita della produttività del lavoro. Le pressioni dal lato dei costi originate dall'andamento dei profitti (misurati in termini di margine operativo lordo) sono rimaste relativamente deboli, riflettendo in parte il negativo effetto frenante del deterioramento delle ragioni di scambio connesso all'aumento dei corsi petroliferi.

Grafico 11 Scomposizione del deflatore del PIL

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Le aspettative di inflazione a più lungo termine sono aumentate durante tutto il 2017 a differenza di quanto avvenuto nel 2016. Le aspettative di inflazione a cinque anni desunte dalla Survey of Professional Forecasters della BCE sono rimaste invariate all'1,8 per cento per diversi trimestri consecutivi, per salire all'1,9 nell'indagine relativa all'ultimo trimestre dell'anno. Anche le misure delle attese di inflazione di lungo periodo ricavate dai mercati, come il tasso swap indicizzato all'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale, hanno per lo più registrato un incremento e la probabilità di deflazione implicita nei mercati delle opzioni sull'inflazione è rimasta molto contenuta. Al contempo, il profilo futuro delle misure basate sui mercati delle aspettative di inflazione ha continuato a segnalare un prolungato periodo di bassa inflazione, con un ritorno solo molto graduale a tassi di inflazione inferiori, ma prossimi, al 2 per cento.

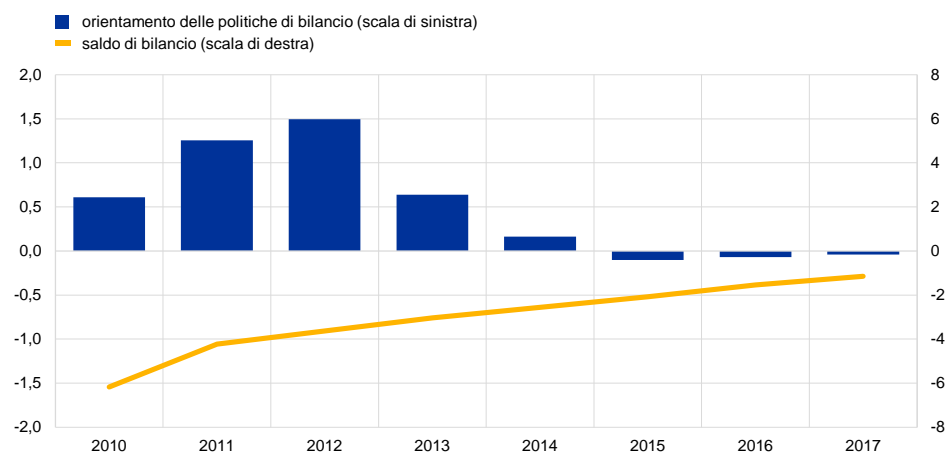
L'orientamento neutro delle politiche di bilancio e il sostegno delle riforme strutturali

Nel 2017 le condizioni congiunturali favorevoli e i bassi oneri per interessi hanno indotto un ulteriore calo del disavanzo di bilancio nominale delle amministrazioni pubbliche nel complesso dell'area dell'euro. Secondo le proiezioni macroeconomiche di dicembre 2017 formulate dagli esperti dell'Eurosistema, il disavanzo di bilancio è sceso dall'1,5 per cento del PIL nel 2016 all'1,1 per cento nel 2017 (cfr. grafico 12). Il contributo delle misure di risanamento strutturale è stato, in media, limitato.

Grafico 12

Saldo di bilancio e orientamento delle politiche di bilancio

(in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat e proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2017.

Note: l'orientamento delle politiche di bilancio è misurato come variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto di misure temporanee, ad esempio l'assistenza pubblica a sostegno del settore finanziario. Un valore positivo dell'orientamento delle politiche di bilancio implica un irrigidimento della politica fiscale e viceversa.

Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema suggeriscono che nel 2017 l'orientamento delle politiche di bilancio per l'area dell'euro, misurato dalla variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico, è stato sostanzialmente neutro (cfr. grafico 12)¹. Per l'area dell'euro nel suo insieme è possibile considerare un orientamento neutro delle politiche di bilancio come adeguato a coniugare il bisogno di stabilità economica con quello di sostenibilità delle finanze pubbliche. Dalla prospettiva del singolo paese, tuttavia, la composizione dell'orientamento aggregato delle politiche di bilancio è parsa subottimale. Alcuni paesi dell'area che necessiterebbero di un ulteriore inasprimento delle politiche di bilancio, ossia quelli in cui il rapporto tra debito pubblico e PIL è ancora elevato, non hanno attuato gli aggiustamenti fiscali strutturali utili a contenere i rischi per la sostenibilità del debito pubblico. Al contempo altri paesi, aventi posizioni di bilancio sostenibili, non hanno utilizzato i margini di intervento a loro disposizione.

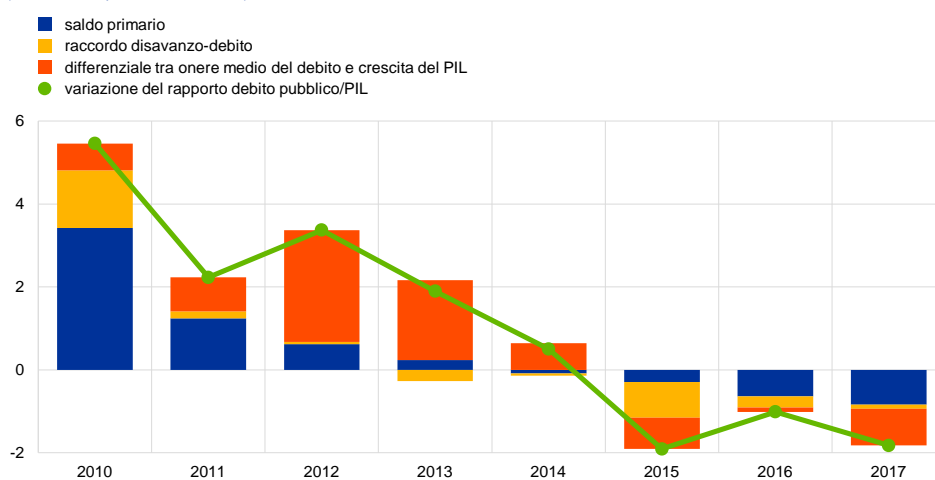
¹ Per informazioni sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo [L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro](#) nel numero 4/2016 del Bollettino economico della BCE.

Il miglioramento del saldo di bilancio primario, la crescita economica favorevole e i bassi tassi di interesse hanno indotto un'ulteriore riduzione del rapporto tra debito aggregato delle amministrazioni pubbliche e PIL per l'area dell'euro; tale rapporto è sceso dall'88,9 per cento del 2016 all'87 nel 2017 secondo le proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema (cfr. grafico 13). I livelli del debito pubblico, tuttavia, sono risultati ancora ingenti in diversi paesi dell'area, rendendo quindi tali economie vulnerabili a improvvise inversioni dei tassi di interesse o a nuovi episodi di instabilità nei mercati finanziari.

Grafico 13

Determinanti del debito delle amministrazioni pubbliche

(variazione in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat e proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2017.

Nota: il saldo primario ha un impatto negativo sul debito aggregato delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL, ossia un avanzo primario determina una riduzione del debito.

Il rispetto dei requisiti previsti dal Patto di stabilità e crescita (PSC) da parte degli Stati membri ha continuato a mostrare un certo grado di eterogeneità. Tra gli sviluppi positivi figura l'ulteriore miglioramento nel grado di conformità al criterio del disavanzo nominale. Dopo la chiusura della procedura per i disavanzi eccessivi (PDE) di Grecia e Portogallo nel 2017 e prevedendo che la Francia abbia corretto il proprio disavanzo eccessivo nello stesso anno, la Spagna resta l'unico paese dell'area ancora soggetto a una PDE nel 2018. Tra gli aspetti negativi, tuttavia, vi è in generale il rispetto relativamente scarso dei requisiti di risanamento strutturale nell'ambito del meccanismo preventivo del PSC, come confermato anche dalle previsioni economiche dell'autunno 2017 formulate dalla Commissione europea.

In linea di massima, l'esperienza delle crisi ha dimostrato che le economie più flessibili possiedono una maggiore capacità di tenuta agli shock ed evidenziano generalmente ritmi di ripresa più rapidi e una più marcata crescita di lungo periodo. I paesi dell'area dell'euro che hanno riformato il proprio mercato dei beni e servizi e/o quello del lavoro hanno registrato risultati positivi in seguito all'attuazione di tali interventi; il pieno dispiegarsi degli effetti è ancora in atto, coadiuvato da politiche finanziarie e macroeconomiche di sostegno.

Nonostante il proseguire e diffondersi della ripresa economica, si potrebbero dedicare maggiori sforzi al superamento dei principali ostacoli a una crescita più sostenuta e inclusiva dell'area dell'euro, ad esempio attuando riforme strutturali volte a potenziare la crescita della produttività del lavoro, fattore chiave per l'innalzamento del tenore di vita², o introducendo misure tese ad agevolare il risanamento dei bilanci e la maggiore efficienza delle procedure giudiziarie ed extragiudiziali³.

Come emerge dall'analisi presentata nel riquadro 3, l'accomodamento monetario non rappresenta un ostacolo all'attuazione delle riforme, sebbene quelle di maggiore portata abbiano minore probabilità di essere intraprese in un contesto macroeconomico più favorevole e meno soggetto a pressioni esterne. Al contempo sono ancora percepiti come significativi gli ostacoli all'attuazione delle riforme, in particolare i vincoli politici e gli interessi di parte⁴.

La Commissione europea, nell'ambito della valutazione relativa al grado di attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese emanate nel 2017, ha concluso che siano pochissime le raccomandazioni ad aver evidenziato una "piena attuazione" o "progressi considerevoli" nella loro direzione, mentre gran parte di esse ha registrato "alcuni progressi", "progressi limitati" o "nessun progresso". Ciò suggerisce l'esistenza di un ampio margine per ulteriori avanzamenti nell'attuazione delle riforme.

Riquadro 1

Le politiche strutturali nel mercato del lavoro dell'area dell'euro

Nel 2017 la situazione del mercato del lavoro nell'area dell'euro è ulteriormente migliorata. Il periodo di ripresa, caratterizzato da un aumento dell'occupazione, ha determinato un incremento del numero di occupati pari a circa 7,5 milioni di unità dalla metà del 2013 e un significativo calo della disoccupazione. Si è inoltre assistito a un notevole ampliamento della ripresa nei mercati del lavoro, anche trasversalmente ai diversi settori (cfr. grafico A). Tuttavia, sia la disoccupazione totale sia quella giovanile si mantengono elevate e indicatori di disoccupazione più ampi segnalano un elevato grado di sottoutilizzo del lavoro⁵.

² Cfr. l'articolo *Il rallentamento della produttività nell'area dell'euro: un confronto con il contesto mondiale*, nel numero 3/2017 del Bollettino economico della BCE.

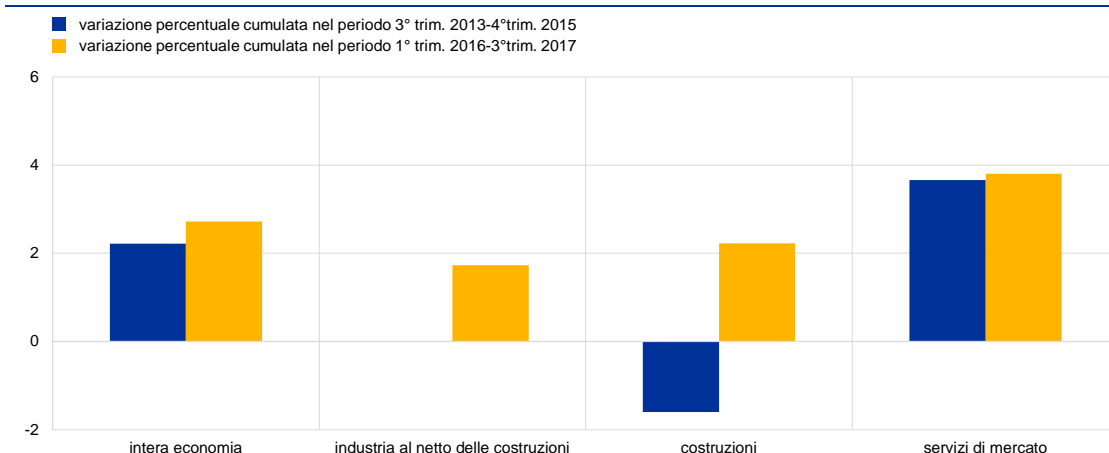
³ Cfr. il riquadro *Indebitamento del settore privato e riduzione della leva finanziaria nei paesi dell'area dell'euro*, nel numero 4/2017 del Bollettino economico della BCE.

⁴ Cfr. il riquadro *Necessità di riforme strutturali nell'area dell'euro: evidenze da un'indagine tra le imprese di grandi dimensioni* nel numero 6/2017 del Bollettino economico della BCE.

⁵ Oltre al tasso ufficiale di disoccupazione, indicatori più ampi del sottoutilizzo della manodopera includono: a) chi non sta cercando un impiego, sebbene sia disponibile a iniziare a lavorare; b) chi sta cercando attivamente un impiego ma non è (ancora) disponibile a iniziare a lavorare; c) chi lavora un numero di ore inferiore a quelle che vorrebbe. Cfr. il riquadro *Valutare l'eccesso di offerta nei mercati del lavoro*, nel numero 3/2017 del Bollettino economico della BCE.

Grafico A

Crescita dell'occupazione per settore



Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

Note: si riportano alcuni settori selezionati. I servizi di mercato comprendono: commercio, trasporti e servizi di alloggio; servizi connessi alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC); finanza e assicurazioni; attività immobiliari e servizi alle imprese.

I mercati del lavoro dell'area dell'euro hanno beneficiato dell'ampliarsi della ripresa dell'attività economica. Inoltre, secondo alcuni riscontri, in taluni paesi dell'area all'aumento della reattività dell'occupazione al PIL durante la ripresa hanno contribuito politiche strutturali⁶. Tra di esse rientrano le misure che aumentano la flessibilità del mercato del lavoro allentando le norme a tutela dell'occupazione, ad esempio ridimensionando le indennità di fine rapporto o rendendo più flessibili i salari. Al tempo stesso, le riforme del mercato di beni e servizi – comprese quelle volte a ridurre la burocrazia o ad agevolare l'accesso delle nuove imprese al mercato, oltre che le azioni intese a diminuire il grado di tutela di aziende o professioni esistenti – possono altresì aver contribuito ad aumentare la velocità o l'intensità dell'aggiustamento dell'occupazione da parte delle imprese.

In prospettiva, riforme volte a migliorare ulteriormente la flessibilità della forza lavoro e la qualità dell'istruzione sono state considerate essenziali dai partecipanti di un'indagine ad hoc condotta dalla BCE tra le imprese leader dell'area dell'euro sulle riforme strutturali al suo interno (cfr. grafico B)⁷. Almeno l'80 per cento delle imprese ha individuato tre delle quattro principali priorità di riforma nell'impegno per una maggiore flessibilità degli orari di lavoro, in un più agevole utilizzo dei contratti temporanei e in norme a tutela dell'occupazione meno stringenti. Inoltre, circa il 50 per cento dei partecipanti ha suggerito che le riforme destinate a migliorare la flessibilità della forza lavoro potrebbero, da sole, esercitare l'impatto più consistente sui risultati d'impresa, vista la loro importanza per il recupero della competitività e in considerazione del fatto che consentirebbero alle aziende di rispondere meglio alla crescente volatilità della domanda e alle variazioni nella sua struttura. È, inoltre, stata sottolineata da oltre il 90 per cento delle aziende la rilevanza di riforme volte a migliorare la qualità dei sistemi di istruzione e formazione. Ciò è stato considerato un fattore particolarmente significativo alla luce della crescente richiesta

⁶ Cfr. il riquadro 3 nell'articolo *La relazione tra occupazione e PIL dall'insorgere della crisi* nel numero 6/2016 del Bollettino economico della BCE.

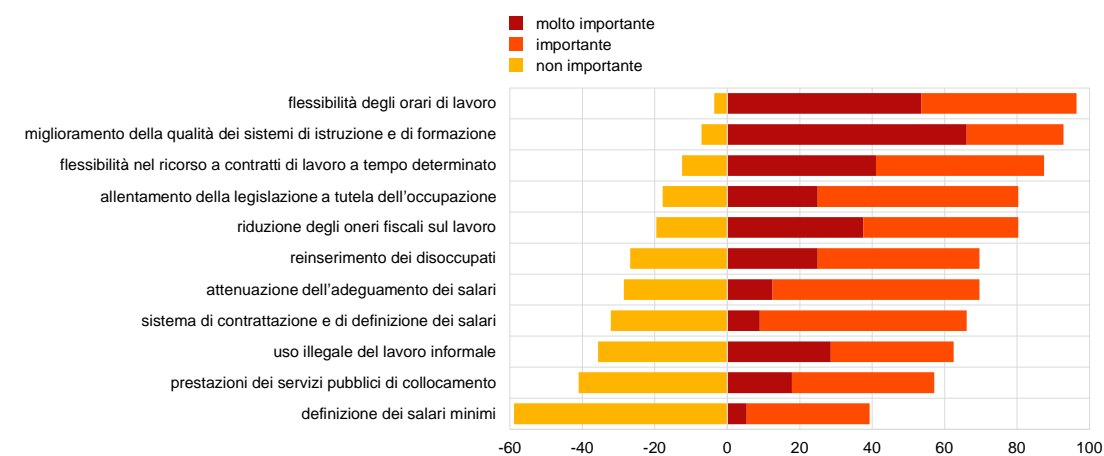
⁷ Cfr. il riquadro *Necessità di riforme strutturali nell'area dell'euro: evidenze da un'indagine tra le imprese di grandi dimensioni* nel numero 6/2017 del Bollettino economico della BCE.

di profili di competenze ad alto contenuto di conoscenza, della digitalizzazione e delle persistenti carenze strutturali in termini di competenze ingegneristiche. I risultati dell'indagine hanno anche evidenziato il bisogno di riformare il mercato di beni e servizi e di promuovere lo sviluppo del mercato unico, entrambi necessari per beneficiare appieno delle riforme dei mercati del lavoro⁸.

Grafico B

Le esigenze di riforma del mercato del lavoro nell'area dell'euro secondo un'indagine ad hoc condotta tra le imprese

(percentuale di imprese partecipanti; risposte elencate in ordine decrescente di punteggio complessivo)



Fonti: indagine sulle riforme strutturali della BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: risultati basati sulle risposte delle imprese alla domanda "Come valuta le esigenze di riforma del mercato del lavoro nei paesi dell'area dell'euro nel suo settore?". Le percentuali negative si riferiscono ai partecipanti che hanno definito gli elementi "non importanti".

Nel complesso, il miglioramento dei mercati del lavoro dell'area dell'euro è proseguito nel 2017. L'occupazione e l'offerta di lavoro sono aumentate e la disoccupazione è diminuita. I miglioramenti sono stati generalizzati nei diversi paesi e settori. Le riforme strutturali hanno contribuito a tali andamenti ma, in un contesto economico in continuo cambiamento, sono necessarie ulteriori azioni volte a potenziare le competenze e la flessibilità della forza lavoro.

Riquadro 2

Comprendere la dinamica contenuta dell'inflazione

Il recente prolungato periodo di bassa inflazione, pur in presenza di una ripresa economica, ha sollevato interrogativi circa i limiti dei modelli tradizionali: in particolare, è stata sottoposta a un attento esame la curva di Phillips, una delle relazioni basilari in macroeconomia.

Le determinanti chiave dell'inflazione all'interno del modello della curva di Phillips

Prima di tutto, le aspettative sull'inflazione "ancorano" l'inflazione stessa. Il calo degli indicatori delle attese di inflazione basati sulle indagini osservato dopo il 2013 ha fatto temere che la curva di Phillips si fosse spostata verso il basso, ovvero che a ciascun livello del prodotto corrispondesse un

⁸ Cfr. il riquadro *Indicatori strutturali del contesto operativo dell'area dell'euro* nel numero 8/2016 del Bollettino economico della BCE.

minore tasso di inflazione. Tuttavia, gli effetti del programma di acquisto di attività della BCE e il miglioramento delle prospettive per l'attività economica nell'area dell'euro hanno contenuto questo rischio e contribuito all'ancoraggio delle aspettative di inflazione. Nel corso del 2017, tali timori sono stati ulteriormente attenuati da una ripresa degli indici delle attese di inflazione a più lungo termine ricavati dalle indagini e dai mercati.

Il sottoutilizzo della capacità produttiva è una seconda determinante chiave dell'inflazione all'interno del modello della curva di Phillips. Nel periodo analizzato a partire dal 2012, caratterizzato da una modesta inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, la capacità produttiva inutilizzata ha fornito un apporto negativo ai livelli di inflazione; attualmente però l'area dell'euro sta sperimentando una vigorosa ripresa e il mercato del lavoro sta migliorando sensibilmente. La capacità inutilizzata accumulata durante la doppia recessione si sta quindi riassorbendo e il suo impatto negativo sull'inflazione si sta affievolendo.

Una terza determinante dell'inflazione sono i prezzi delle importazioni. Sebbene il loro ruolo sia più rilevante per l'inflazione complessiva, anche nel 2017 essi hanno fornito allo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari un contributo negativo modesto⁹.

La validità della curva di Phillips come strumento di analisi

Una recente ricerca condotta dal Sistema europeo di banche centrali conferma la validità del modello¹⁰. Il grafico A mostra le previsioni out-of-sample dell'inflazione misurata sullo IAPC, al netto dei beni energetici e alimentari, ricavate da un'ampia serie di modelli di riferimento della curva di Phillips subordinati ai risultati effettivi di diversi indici delle aspettative di inflazione, della capacità inutilizzata e dell'andamento dei prezzi all'importazione. Gli intervalli di stima relativamente ampi segnalano l'elevata incertezza insita nei modelli. Nondimeno, durante il periodo in esame gli andamenti dell'inflazione sono stati in linea con quanto previsto da questa serie di modelli. Ciò conferma la validità della curva di Phillips come schema utilizzato per comprendere le dinamiche dell'inflazione¹¹. Quest'ultima, tuttavia, ha teso a collocarsi più vicino all'intervallo inferiore, segnalando l'influenza di altri fattori non colti dalla maggior parte dei modelli considerati.

⁹ Per un esercizio di scomposizione basata su modello, cfr. l'articolo [L'inflazione nell'area dell'euro e le sue determinanti interne e globali](#), nel numero 4/2017 del Bollettino economico della BCE.

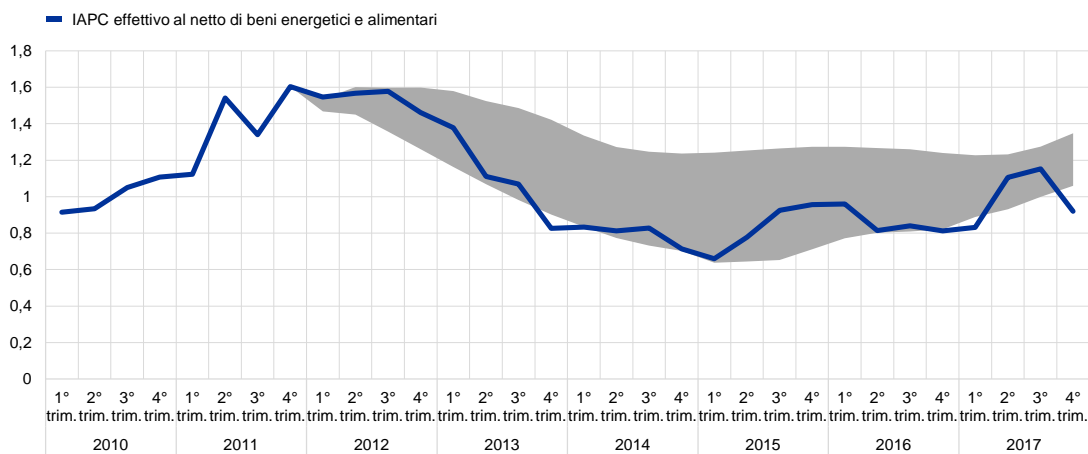
¹⁰ Cfr. Ciccarelli, M. e Osbat, C. (ed.), ["Low inflation in the euro area: causes and consequences"](#), *Occasional Paper Series*, n. 181, BCE, gennaio 2017.

¹¹ L'utilità della curva di Phillips per comprendere l'inflazione nell'area dell'euro è sostenuta anche da Jarociński, M. e Lenza, M., ["An inflation-predicting measure of the output gap in the euro area"](#), *Working Paper Series*, n. 1966, BCE, Settembre 2016, e Bobeica, E. e Jarociński, M., ["Missing disinflation and missing inflation: the puzzles that aren't"](#), *Working Paper Series*, n. 2000, BCE, gennaio 2017.

Grafico A

Previsioni condizionate della curva di Phillips nel periodo successivo alla crisi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il punto di partenza delle previsioni è il primo trimestre del 2012. L'area ombreggiata rappresenta le previsioni condizionate dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari in base a una regressione che coinvolge i valori ritardati dell'indicatore IAPC, dei prezzi all'importazione, di una misura della capacità produttiva inutilizzata (rispettivamente, la stima dell'output gap basata su modelli, la crescita del PIL, il tasso di disoccupazione, la stima dell'unemployment gap basata su modelli e quella dell'output gap elaborata della Commissione europea) e a una misura delle aspettative di inflazione (tratte rispettivamente dalle previsioni trimestrali di Consensus Economics su un orizzonte da uno a sette trimestri e da quelle del Survey of Professional Forecasters su un orizzonte a uno, due e cinque anni).

La generale tendenza alla sovrastima dell'inflazione da parte dei diversi modelli della curva di Phillips indica che i modelli di riferimento non riflettono l'impatto di diverse determinanti, tra cui un possibile errore di misurazione della capacità produttiva inutilizzata interna o delle aspettative di inflazione, una maggiore incidenza dei fattori mondiali al di là di quanto riconducibile ai prezzi all'importazione o una diversa reazione dell'inflazione alla capacità produttiva inutilizzata (ossia una diversa inclinazione della curva di Phillips).

La capacità produttiva inutilizzata interna è un fenomeno non osservabile e multidimensionale. L'analisi dei diversi indicatori economici aiuta a ridurre il rischio di errore nella misurazione della capacità produttiva inutilizzata, ma non lo elimina. L'oscillazione dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari in prossimità del limite inferiore dei modelli della curva di Phillips potrebbe indicare un sottoutilizzo più ampio della capacità produttiva nell'economia. Di fatto, il tasso di disoccupazione si è ridotto, ma la quota di persone sottoccupate (ossia coloro che lavorano a tempo parziale ma desidererebbero lavorare più ore e i lavoratori scoraggiati) è aumentata dopo la Grande recessione; il tasso di disoccupazione osservato, tuttavia, non riflette completamente tale incremento¹².

Inoltre, i modelli tradizionali della curva di Phillips che includono solo la capacità produttiva inutilizzata interna potrebbero non riuscire a cogliere l'impatto più ampio degli andamenti a livello mondiale connessi con la maggiore integrazione economica e la contendibilità dei mercati del lavoro e dei beni e servizi. È difficile confermare questa teoria sul piano empirico¹³, dal momento che solo limitati elementi depongono a favore dell'inclusione, nelle analisi dell'inflazione nell'area dell'euro basate sulla curva di Phillips, di misure della capacità inutilizzata a livello mondiale e di

¹² Cfr. il riquadro *Valutare l'eccesso di offerta nei mercati del lavoro*, nel numero 3/2017 del Bollettino economico della BCE, e Coeuré, B., *Scars or scratches? Hysteresis in the euro area*, intervento tenuto a Ginevra presso l'International Center for Monetary and Banking Studies il 19 Maggio 2017.

¹³ Altrettanto arduo da determinare risulta l'impatto del commercio elettronico sull'inflazione; verosimilmente, una maggiore digitalizzazione ha comportato una maggior concorrenza e una riduzione del costo di gestione delle riserve, circostanza che eserciterebbe una spinta al ribasso sull'inflazione.

indicatori dell'integrazione nelle catene produttive mondiali¹⁴. Infine, la sovrastima dell'inflazione da parte del modello standard potrebbe riflettere la diminuzione delle rigidità nominali¹⁵ per effetto delle recenti riforme strutturali, quali quelle relative al minor grado di copertura della contrattazione collettiva¹⁶, che potrebbero aver avuto ripercussioni sull'inclinazione della curva di Phillips. Sul piano pratico, tuttavia, è statisticamente difficile distinguere le variazioni nell'inclinazione della curva di Phillips dagli errori di misurazione della capacità inutilizzata.

In sintesi, i modelli tradizionali forniscono una buona comprensione delle determinanti dell'inflazione nell'area dell'euro, ma non catturano appieno la complessità alla base dell'inflazione nell'attuale contesto economico. Tuttavia, la capacità produttiva inutilizzata è ancora notevole e, nell'area dell'euro, la ripresa dell'attività economica dovrebbe comportare un ulteriore graduale incremento dell'inflazione di fondo.

Riquadro 3

Le determinanti dell'attuazione delle riforme strutturali

Con l'inizio della crisi è aumentata l'intensità di attuazione delle riforme strutturali, in particolare nei paesi più vulnerabili dell'area dell'euro. Negli ultimi anni, tuttavia, tale slancio ha subito una battuta d'arresto, sollevando interrogativi sulle determinanti dell'attuazione delle riforme strutturali. Per far luce su questo argomento viene esaminata la letteratura relativa ai fattori in grado di promuovere oppure ostacolare tale processo.

Le strutture economiche iniziali di un paese influiscono in misura significativa sulla necessità di intraprendere riforme. Un paese lontano dalle migliori prassi in vari ambiti strategici dovrà sostenere un maggiore sforzo in termini di riforme per migliorare il funzionamento delle proprie istituzioni rispetto a un paese che si dimostra più vicino alle migliori prassi. Tale concetto si riscontra spesso in letteratura¹⁷.

Anche la situazione economica sembra influenzare la probabilità che siano intraprese politiche strutturali ambiziose. In letteratura ciò è stato associato al fatto che, quando si verifica un notevole peggioramento in termini di benessere economico durante periodi di profonda recessione¹⁸ ed episodi di elevata disoccupazione¹⁹, sono più evidenti i costi determinati dal mantenimento dello status quo e si riduce la resistenza al cambiamento collegata alla difesa di interessi di parte.

¹⁴ Cfr. l'articolo *L'inflazione nell'area dell'euro e le sue determinanti interne e globali*, nel numero 4/2017 del Bollettino economico della BCE, e Nickel, C., *The role of foreign slack in domestic inflation in the Eurozone*, VoxEU.org, 28 Luglio 2017.

¹⁵ Cfr. Porqueddu, M. e Fabiani, S., "Changing prices... changing times: evidence for Italy", *Working Paper Series*, n. 2002, BCE, gennaio 2017, e Izquierdo, M., Jimeno, J.F., Kosma, T., Lamo, A., Millard, S., Rõõm, T. e Viviano, E., "Labour market adjustment in Europe during the crisis: microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network survey", *Occasional Paper Series*, n. 192, BCE, giugno 2017.

¹⁶ Cfr. il riquadro *La rigidità al ribasso dei salari e il ruolo delle riforme strutturali nell'area dell'euro* nel numero 8/2015 del Bollettino economico della BCE.

¹⁷ Cfr., ad esempio, Bonfiglioli, A. e Gancia, G., "Economic Uncertainty and Economic Reforms", mimeo, 2016, e Dias Da Silva, A., Givone, A. e Sondermann, D., "When do countries implement structural reforms?", *Working Paper Series*, n. 2078, BCE, giugno 2017.

¹⁸ Cfr. Bonfiglioli e Gancia, op. cit.; Dias Da Silva et al. (op. cit.); Drazen, A. e Easterly, W., "Do Crises Induce Reform? Simple Empirical Tests of Conventional Wisdom", *Economics and Politics*, vol. 13, n. 2, 2001, pagg. 129-157, e Agnello, L., Castro, V., Jalles, J.T. e Sousa, R.M., "What determines the likelihood of structural reforms?", *European Journal of Political Economy*, vol. 37, n. C, 2015, pagg. 129-145.

¹⁹ Cfr. Dias Da Silva et al. (op. cit.) e Duval, R. e Elmeskov, J., "The effects of EMU on structural reforms in labour and product markets", *Working Paper Series*, n. 596, BCE, marzo 2006.

Anche lo scenario politico potrebbe esercitare un'influenza²⁰. In particolare può rivelarsi importante la fase raggiunta nel ciclo elettorale: l'approssimarsi delle elezioni potrebbe comportare un minor numero di riforme (in particolare quelle che hanno probabilità di originare costi considerevoli nel breve periodo). I governi neoeletti, per contro, manifestano una maggiore propensione al perseguimento di riforme in ragione della distanza temporale delle successive elezioni²¹. Analogamente, l'attuazione delle riforme risulta più semplice se una forza politica può contare sulla maggioranza richiesta in ogni ramo del parlamento²². A tale riguardo, il sostegno politico alle riforme risulta talvolta scarso, in quanto non sono sempre chiari a priori gli effetti distributivi associati al loro impatto (ossia, quali siano i soggetti che beneficiano o risentono delle riforme). In un quadro del genere, si tende a favorire lo status quo²³. Poca trasparenza circa le passività (potenziali) delle amministrazioni pubbliche può inoltre compromettere lo slancio riformatore. Secondo numerose analisi, i sistemi di rendicontazione e contabilità fiscali sono spesso incompleti e la comprensione della posizione di bilancio delle amministrazioni pubbliche, e dei rischi a essa correlati, resta inadeguata, anche nelle economie avanzate²⁴.

La letteratura non ha sinora identificato una chiara correlazione tra consolidamento di bilancio e riforme strutturali. Da un lato, un governo orientato alle riforme può sfruttare le occasioni in cui riesce a migliorare il proprio saldo strutturale di bilancio anche per intraprendere riforme in altri ambiti²⁵. Dall'altro, il capitale politico potrebbe risultare sufficiente per uno solo degli ambiti di azione, riducendo così la probabilità di riforme strutturali durante i periodi di consolidamento fiscale²⁶.

Non sono molti gli studi che approfondiscono la correlazione tra tassi di interesse e attuazione delle riforme. Dias Da Silva et al. osservano che, per alcune riforme e particolari specificazioni, tassi di interesse a breve termine più bassi possono essere associati a una più alta probabilità di attuazione delle riforme. Per altre specificazioni non si rileva invece una correlazione significativa. L'evidente correlazione negativa potrebbe essere interpretata come l'anticipazione della ricaduta positiva data dai bassi tassi di interesse sul saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (mediante costi di finanziamento lievemente inferiori per lo Stato) o su crescita e posti di lavoro, che, a sua volta, offrirebbe alle autorità responsabili della politica di bilancio un più ampio margine di manovra per intervenire in favore di quella parte di popolazione toccata dalle riforme²⁷.

²⁰ Cfr. Leiner-Killinger, N., López Pérez, V., Stiegert, R. e Vitale, G., "Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature", *Occasional Paper Series*, n. 66, BCE, luglio 2007.

²¹ Cfr. Alesina, A., Perotti, R. e Tavares, J., "The Political Economy of Fiscal Adjustments", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 29(1), 1998, pagg. 197-266, e Duval, R., "Is there a role for macroeconomic policy in fostering structural reforms? Panel evidence from OECD countries over the past two decades", *European Journal of Political Economy*, vol. 24, n. 2, 2008, pagg. 491-502.

²² Cfr. Dias Da Silva et al. (op. cit.).

²³ Cfr. Fernandez, R. e Rodrik, D., "Resistance to Reform: Status Quo Bias in the Presence of Individual-Specific Uncertainty", *American Economic Review*, vol. 81, n. 5, 1991, pagg. 1146-1155. Un esempio è costituito dai lavoratori che si oppongono alla privatizzazione perché non sanno se, dopo la riforma, saranno richieste le loro competenze (cfr., ad esempio, De Haan, J., Lundström, S. e Sturm, J.E., "Market-oriented institutions and policies and economic growth: A critical survey", *Journal of Economic Surveys*, vol. 20, n. 2, 2006, pagg. 157-191).

²⁴ Cfr. Wyplosz, C., *Large and Unknown Implicit Liabilities: Policy Implications for the Eurozone*, Graduate Institute of International Economics and Centre for Economic Policy Research, 2004.

²⁵ Per alcuni ambiti ciò è stato riscontrato da Dias Da Silva et al. (op. cit.).

²⁶ Cfr. Duval e Elmeskov, op. cit.

²⁷ Cfr. Gordon, R.J., "Macroeconomic Policy in the Presence of Structural Maladjustment", *NBER Working Paper*, n. 5739, National Bureau of Economic Research, 1996.

Le riforme del mercato di beni e servizi solitamente preludono a quelle del mercato del lavoro²⁸. Ciò concorda con la tesi secondo cui le riforme del mercato di beni e servizi migliorano le condizioni per conseguire un allentamento della normativa a tutela dell'occupazione, dal momento che nel complesso accrescono le opportunità di impiego, facilitando l'ingresso di nuove imprese²⁹. Al contempo, le riforme del mercato di beni e servizi riducono le rendite ed è pertanto probabile che attenuino la resistenza alle riforme del mercato del lavoro³⁰.

Oltre alle determinanti interne, a imprimere slancio alle riforme strutturali concorrono anche le pressioni esterne. I programmi di assistenza finanziaria o le direttive europee nel contesto del mercato unico hanno spinto i governi nazionali a riformare i mercati di beni e servizi³¹. L'intensità delle riforme è inoltre risultata superiore nei cinque anni precedenti all'ingresso nell'UE (probabilmente anche in ragione dell'incentivo a soddisfare i criteri di adesione), mentre negli anni successivi è accaduto il contrario³².

In conclusione, tali evidenze suggeriscono che, a partire da specifiche condizioni iniziali deboli, un contesto macroeconomico avverso e pressioni esterne determinano un maggiore orientamento alle riforme. Un contesto politico favorevole (nel quale, ad esempio, il partito di governo ha la maggioranza in tutti i rami del parlamento ed è sufficientemente lontano dalle elezioni più importanti) sembra inoltre agevolare nel complesso l'attuazione di riforme strutturali. Inoltre, un orientamento accomodante della politica monetaria è associato in alcuni studi all'attuazione di un maggior numero di riforme, sebbene tale correlazione non sia sempre solida. Quanto alle politiche di bilancio, la direzione dell'impatto sull'attuazione delle riforme sembra dipendere dal tipo di politiche prese in esame.

1.3 Andamenti finanziari e monetari

Nel 2017 gli andamenti nei mercati finanziari dell'area dell'euro sono stati sospinti in larga misura dalle prospettive macroeconomiche positive, oltre che dal mantenimento di misure di accomodamento monetario attuate dalla BCE. Di conseguenza, i tassi di interesse del mercato monetario e i rendimenti a più lungo termine si sono mantenuti su livelli molto contenuti. Inoltre le quotazioni azionarie sia delle banche sia delle società non finanziarie (SNF) hanno registrato un significativo incremento; il miglioramento delle prospettive economiche ha infatti favorito una crescita delle aspettative sugli utili e una più elevata propensione al rischio. La crescita della moneta è stata robusta; contemporaneamente è proseguita la graduale ripresa del credito.

²⁸ Cfr. Dias Da Silva et al. (op. cit.).

²⁹ Cfr. Høj, J., Galasso, V., Nicoletti, G. e Dang, T.-T., "The Political Economy of Structural Reform: Empirical Evidence from OECD Countries", *OECD Economics Department Working Paper*, n. 501, OECD publishing, Parigi, 2006, e Blanchard, O. e Giavazzi, F., "Macroeconomic Effects of Regulations and Deregulation in Goods and Labour Markets", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n. 3, 2003, pagg. 879-907.

³⁰ Cfr. Saint-Paul, G., *The Political Economy of Labour Market Institutions*, Oxford University Press, Oxford, 2000.

³¹ Ciò è in linea con quanto riscontrato in Tompson, W. e Price, R., *The Political Economy of Reform: Lessons from Pensions, Product Markets and Labour Markets in Ten OECD Countries*, OCSE, Parigi, 2009, e in Bonfiglioli e Gancia, op. cit.

³² Cfr. Dias Da Silva et al. (op. cit.).

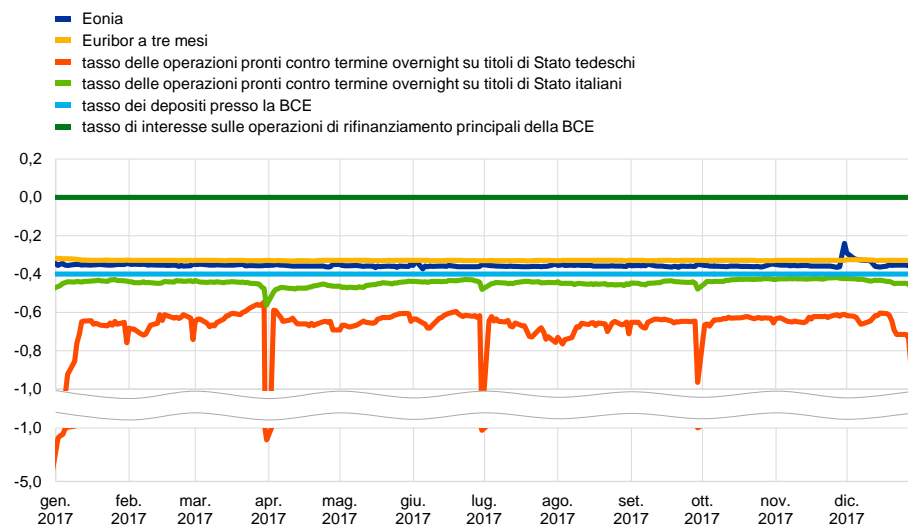
I tassi del mercato monetario dell'area dell'euro si sono stabilizzati su livelli molto bassi

A fronte della stabilità dei tassi di riferimento della BCE e dell'orientamento ancora accomodante della politica monetaria nell'arco del 2017, i tassi del mercato monetario sono rimasti eccezionalmente bassi.

L'Eonia (Euro overnight index average) si è mantenuto stabile e si è collocato in media attorno a -36 punti base (cfr. grafico 14), mentre il tasso interbancario a tre mesi riferito all'area dell'euro (Euribor) è lievemente diminuito per stabilizzarsi a circa -33 punti base, in linea con la tendenza al rialzo della liquidità in eccesso del settore bancario dell'area derivante dalle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE. La liquidità in eccesso è aumentata di 600 miliardi di euro nel corso dell'anno e si è portata a fine 2017 a livelli pari a circa 1.800 miliardi di euro (cfr. anche la sezione 2.3). Nei comparti garantiti del mercato monetario i tassi sulle operazioni pronti contro termine sui titoli emessi dai governi dei paesi dell'area dell'euro hanno continuato a registrare livelli eterogenei. Alcuni tassi pronti contro termine hanno oscillato su livelli prossimi al tasso della BCE sui depositi presso la banca centrale, mentre altri si sono collocati al di sotto, per via delle diverse condizioni di mercato nei vari segmenti. Ad esempio, una forte domanda di garanzie di qualità elevata ha trovato riscontro in variazioni significative dei tassi alla fine di ciascun trimestre.

Grafico 14 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: BCE e Bloomberg.

Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono al 3 novembre 2017.

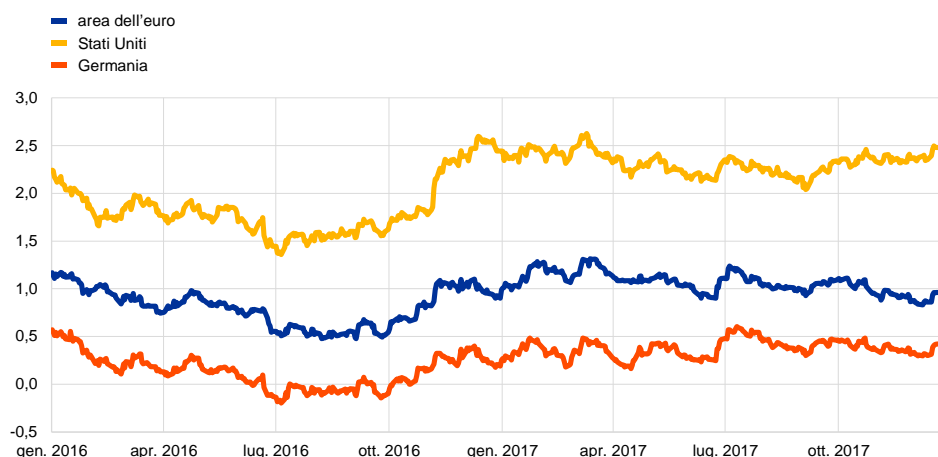
I rendimenti sui titoli di Stato dell'area dell'euro sono rimasti ampiamente stabili e le quotazioni azionarie hanno registrato un notevole incremento.

Nel 2017 i rendimenti dei titoli di Stato nell'area dell'euro sono stati sostanzialmente stabili, seppur in media superiori rispetto al 2016, riflettendo l'impatto netto del graduale miglioramento delle prospettive macroeconomiche sia interne che estere (cfr. grafico 15), il conseguente venir meno del rischio di deflazione e il mantenimento da parte della BCE di condizioni di politica monetaria accomodanti. Il 29 dicembre 2017 la media ponderata per il PIL dei rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro era pari all'1,0 per cento, un valore immutato rispetto al livello medio di dicembre 2016. I differenziali fra i rendimenti delle obbligazioni sovrane decennali dei paesi dell'area dell'euro e il Bund a dieci anni sono scesi, in particolare per Portogallo e Grecia, per effetto del miglioramento dei rispettivi rating creditizi ricevuti nel corso del 2017.

Grafico 15

Rendimenti dei titoli di Stato decennali nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Germania

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati per l'area dell'euro riguardano la media dei rendimenti dei titoli di Stato decennali ponderata rispetto al PIL. L'ultima rilevazione si riferisce al 29 dicembre 2017.

Le quotazioni azionarie nell'area dell'euro hanno registrato un considerevole rialzo nel 2017, in un contesto segnato da una consolidata espansione economica domestica e mondiale e da un basso livello dei tassi di interesse. Più specificamente, l'indice azionario ampio delle SNF è cresciuto del 12 per cento nel corso del 2017, mentre l'indice azionario bancario è cresciuto del 14 per cento. Le quotazioni azionarie delle SNF negli Stati Uniti hanno registrato una crescita lievemente superiore rispetto a quelle dell'area dell'euro, per effetto dell'impatto positivo atteso sugli utili del taglio pianificato della tassazione sulle imprese. Il premio

per il rischio azionario³³, che misura il maggior rendimento richiesto dagli investitori che detengono titoli azionari anziché obbligazioni a lungo termine, è tuttavia rimasto significativamente superiore rispetto a prima dell'inizio della crisi finanziaria nel 2008 sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro.

Grafico 16

Gli indici azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(indice: 1° gennaio 2016 = 100)



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Note: gli indici utilizzati sono l'Euro Stoxx per il settore bancario e l'indice non finanziario Datastream per l'area dell'euro; per gli Stati Uniti, l'indice S&P per il settore bancario e l'indice non finanziario Datastream. L'ultima rilevazione si riferisce al 29 dicembre 2017.

I flussi di finanziamento esterno delle società non finanziarie e delle famiglie si sono rafforzati

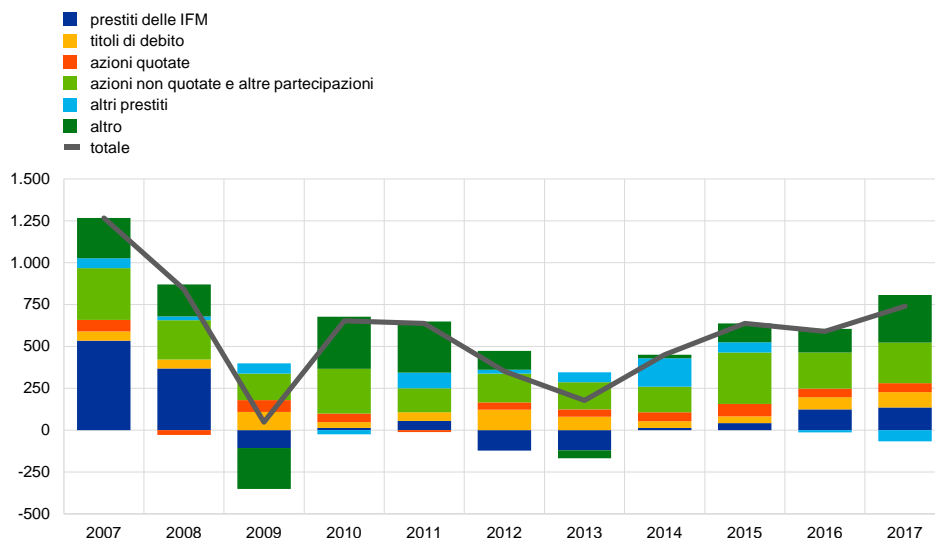
Nel complesso, le condizioni di finanziamento hanno continuato a favorire gli investimenti delle imprese. Nel 2017 i flussi di finanziamento esterno delle SNF si sono rafforzati ed hanno superato i livelli medi del 2016 (cfr. grafico 17). In un'ottica di più lungo periodo, la ripresa di detti flussi rispetto ai minimi del quarto trimestre del 2013 è stata sorretta dai seguenti fattori: a) costi del finanziamento favorevoli, compreso un allentamento delle condizioni di prestito delle banche; b) la perdurante espansione dell'attività economica; e c) un elevato numero di fusioni e acquisizioni. La politica monetaria accomodante della BCE ha altresì concorso a creare condizioni favorevoli per l'accesso delle SNF al finanziamento mediante ricorso al mercato. In particolare, il programma di acquisto delle attività del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP), introdotto a giugno 2016, ha sostenuto le emissioni nette di titoli di debito da parte delle SNF (cfr. sezione 2.2).

³³ Per un approfondimento della metodologia usata per calcolare il premio per il rischio azionario, cfr. il riquadro intitolato *Determinanti recenti delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro*, nel numero 5/2017 del Bollettino economico della BCE.

Grafico 17

Flussi netti di finanziamento esterno per le società non finanziarie dell'area dell'euro

(flussi annuali; miliardi di euro)



Fonti: Eurostat e BCE.

Note: gli "altri prestiti" comprendono i prestiti concessi da intermediari diversi dalle IFM (altri istituti finanziari, compagnie di assicurazione e fondi pensione) e dal resto del mondo. I prestiti delle IFM e degli intermediari diversi dalle IFM sono corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni. La voce "altro" corrisponde alla differenza fra il totale e gli strumenti elencati nel grafico e include i prestiti intersocietari e i crediti commerciali. La rilevazione più recente si riferisce al terzo trimestre del 2017.

Le forme di finanziamento non bancario hanno acquisito maggiore importanza dall'inizio della crisi³⁴. Mentre il flusso netto dei prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) si è generalmente ridotto ed è divenuto negativo in alcuni anni durante e dopo la crisi, il flusso di finanziamento da altre fonti (ad esempio attraverso l'emissione di azioni quotate e non e di titoli di debito) è rimasto positivo. L'incremento della quota di finanziamento non bancario sul totale del finanziamento alle SNF dell'area dell'euro riflette fattori sia ciclici sia strutturali (cfr. riquadro 4). Al tempo stesso, il flusso netto dei prestiti delle IFM alle SNF è tornato positivo dopo il 2014.

In termini di consistenze, i prestiti hanno continuato a essere il principale strumento finanziario fornito dal settore finanziario dell'area dell'euro nel suo complesso, rappresentando nel terzo trimestre del 2017 circa il 56 per cento del totale dei prestiti concessi alle SNF. Le azioni quotate detenute dal settore finanziario rappresentavano circa il 29 per cento del totale delle azioni quotate emesse dalle SNF, una percentuale leggermente superiore a quella del 2013. I titoli di debito detenuti dal settore finanziario (Eurosistema escluso) rappresentavano circa il 68 per cento del totale dei titoli di debito emessi dalle SNF nel terzo trimestre del 2017, percentuale leggermente superiore a quella del 2013. Le IFM sono rimaste i principali fornitori di credito delle SNF, avendo concesso quasi il 73 per cento dei prestiti alle SNF detenuti nel terzo trimestre del 2017 dall'intero settore finanziario, percentuale leggermente inferiore tuttavia a quella del 2013³⁵.

³⁴ Per maggiori informazioni, cfr. l'articolo *Il ruolo delle istituzioni finanziarie non monetarie dell'area dell'euro per l'intermediazione finanziaria*, nel numero 4/2016 del Bollettino economico della BCE.

³⁵ Per maggiori informazioni, cfr. la sezione 1.2 del *Report on financial structures*, BCE, ottobre 2017.

Anche il tasso di crescita annuale dei prestiti complessivi alle famiglie si è rafforzato nel 2017, soprattutto grazie ai prestiti bancari. Nel dettaglio delle specifiche tipologie di prestiti, i mutui per l'acquisto di abitazioni hanno apportato di gran lunga il contributo più significativo alla crescita complessiva dei prestiti alle famiglie. Al tempo stesso, anche la crescita dei prestiti al consumo ha acquisito slancio, mentre altri prestiti si sono contratti.

Nei primi tre trimestri del 2017, inoltre, la ricchezza netta delle famiglie è cresciuta a un ritmo sostenuto. In particolare, i continui aumenti dei prezzi delle abitazioni hanno determinato significative plusvalenze da rivalutazione sugli immobili posseduti dalle famiglie (cfr. riquadro 6). Anche il rialzo dei corsi azionari nel 2017 ha accresciuto il valore delle attività finanziarie delle famiglie e ha fornito un significativo contributo positivo alla crescita della ricchezza netta. Il debito lordo delle famiglie, misurato come percentuale del reddito disponibile lordo nominale delle famiglie, si è ulteriormente ridotto nel 2017, ma è ancora molto al di sopra del livello medio pre-crisi.

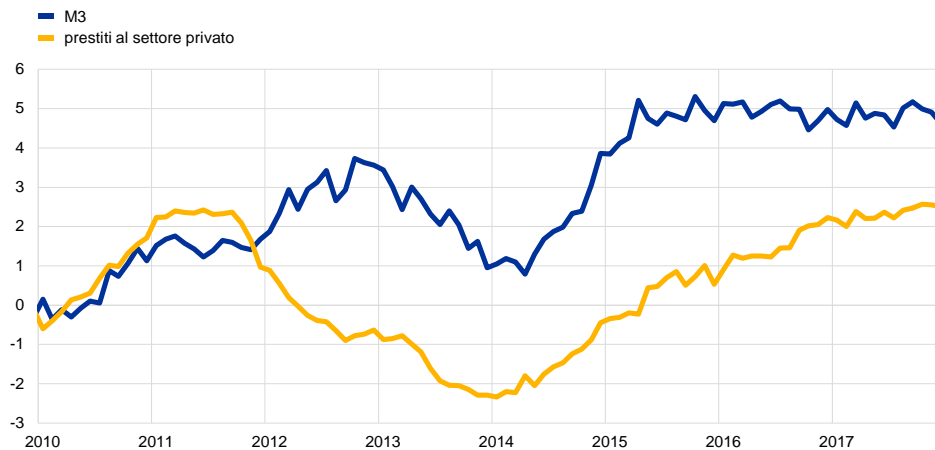
La crescita della moneta è rimasta sostanzialmente stabile

Nel 2017 la crescita dell'aggregato monetario ampio è rimasta sostenuta (cfr. grafico 18). A dicembre 2017 la crescita annua di M3 si è collocata al 4,6 per cento, a fronte del 5,0 per cento di fine 2016. La crescita dell'aggregato monetario ampio osservata nel 2017 è stata in linea con il costante ritmo di espansione monetaria registrato a partire dalla metà del 2015. L'espansione di M3 ha continuato ad essere alimentata dalle sue componenti più liquide, dato il basso costo opportunità di detenere depositi liquidi in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi e da una curva dei rendimenti piatta. Anche l'espansione dell'attività economica in atto e le misure non convenzionali della BCE, in particolare il suo programma di acquisto di attività (PAA), hanno fornito un importante contributo agli andamenti monetari nell'area dell'euro. L'espansione di M1, che ha beneficiato dell'elevata crescita dei depositi overnight detenuti sia dalle famiglie sia dalle SNF, è rimasta sostanzialmente immutata all'8,6 per cento a dicembre 2017 rispetto all'8,8 per cento di dicembre 2016.

Grafico 18

M3 e prestiti al settore privato

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

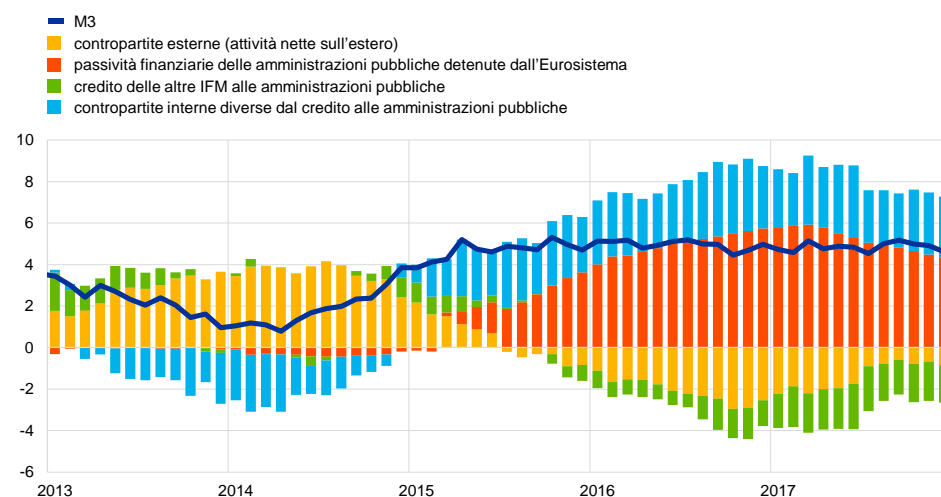
Le contropartite interne sono rimaste le principali determinanti della crescita dell'aggregato ampio

Gli acquisti di titoli del debito pubblico da parte dell'Eurosistema (cfr. gli istogrammi rossi nel grafico 19), effettuati per lo più nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) del settore pubblico, hanno fornito un contributo positivo all'espansione di M3. Ad aprile 2017 gli acquisti mensili medi del PAA sono stati ridotti di 20 miliardi, facendo diminuire l'incidenza di tali acquisti sulla crescita di M3. Inoltre nel 2017 le contropartite interne diverse dal credito alle amministrazioni pubbliche hanno apportato un contributo positivo alla crescita di M3 (cfr. gli istogrammi blu nel grafico 19). Due fattori hanno contribuito a questa dinamica. In primo luogo, la ripresa in corso del credito al settore privato (cfr. grafico 18) ha avuto una incidenza positiva sulla crescita di M3. Sono ricompresi in questa voce sia i prestiti delle IFM al settore privato sia i titoli di debito, detenuti dalle IFM, emessi dal settore privato non finanziario dell'area dell'euro. Questi ultimi comprendono anche gli acquisti di titoli di debito emessi da soggetti diversi dalle IFM condotti dall'Eurosistema nel contesto del CSPP. In secondo luogo, la crescita di M3 è stata sostenuta dalla continua contrazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve), che sono incluse alla voce contropartite interne diverse dal credito alle amministrazioni pubbliche. In parte a causa dell'impatto delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine della BCE, che potrebbero aver sostituito la raccolta bancaria a più lunga scadenza sul mercato, la crescita sui dodici mesi di tali passività risulta negativa dal secondo trimestre del 2012. Tale andamento è ascrivibile anche alla curva dei rendimenti resa relativamente piatta dalle misure di politica monetaria della BCE, che hanno reso meno favorevole per gli investitori detenere depositi e obbligazioni bancarie a lungo termine. Per contro, le cessioni di titoli di Stato da parte delle IFM dell'area dell'euro (ad esclusione dell'Eurosistema)

hanno contribuito alla crescita negativa sui dodici mesi dei prestiti alle amministrazioni pubbliche da parte degli stessi soggetti, frenando così l'espansione di M3 (cfr. gli istogrammi verdi del grafico 19). Inoltre, le attività nette sull'estero delle IFM hanno continuato a influire sulla crescita annuale di M3 (cfr. gli istogrammi gialli nel grafico 19).

Grafico 19 M3 e sue contropartite

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: le "contropartite interne diverse dal credito alle amministrazioni pubbliche" comprendono le passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al lordo di capitale e riserve), il credito delle IFM al settore privato e altre contropartite.

Riquadro 4

La struttura del finanziamento delle società non finanziarie e delle famiglie nell'area dell'euro

La struttura del finanziamento del settore privato non finanziario svolge un ruolo essenziale per la trasmissione della politica monetaria all'economia reale e per la capacità di quest'ultima di resistere agli shock. A differenza di quanto avviene negli Stati Uniti, dove è maggiore il finanziamento mediante ricorso al mercato, il settore privato non finanziario dell'area dell'euro fa principalmente ricorso al credito bancario.

Nell'area dell'euro la quota dei prestiti concessi da banche o da IFM sul totale dei finanziamenti esterni a favore di società non finanziarie (SNF) è scesa considerevolmente, dal 2007. Nel terzo trimestre del 2017 il totale delle consistenze dei prestiti bancari costituiva il 12,4 per cento del finanziamento esterno delle SNF (cfr. tavola A), 4,1 punti percentuali in meno rispetto al 2007³⁶. Nello stesso periodo, la quota dei prestiti bancari sul totale del finanziamento mediante ricorso al debito delle SNF si attestava al 27,7 per cento, 9,2 punti percentuali in meno rispetto al

³⁶ Il finanziamento esterno complessivo delle SNF include il finanziamento mediante ricorso al debito e mediante ricorso al mercato azionario.

2007³⁷. La quota dei prestiti bancari sul totale dei finanziamenti esterni a favore di SNF e dei finanziamenti mediante ricorso al debito nonché il calo di tale quota risultano considerevolmente più elevati se si esclude dal computo il finanziamento intra-settoriale. Nel 2017 la quota di prestiti bancari si attestava al 44,9 per cento del finanziamento mediante ricorso al debito, in calo rispetto al 59,5 per cento del 2007. La flessione dei finanziamenti bancari alle SNF tra il 2007 e il 2017 è stata determinata in primo luogo dall'evoluzione della struttura finanziaria delle grandi imprese. Per contro, le piccole e medie imprese, che costituiscono la colonna portante dell'economia dell'area dell'euro, continuano a finanziarsi prevalentemente attraverso il credito bancario. Nel terzo trimestre del 2017 i titoli di debito emessi dalle SNF, i prestiti concessi da intermediari diversi dalle IFM e quelli concessi dal resto del mondo rappresentavano complessivamente il 13,0 per cento del finanziamento esterno e il 29,2 per cento del finanziamento tramite ricorso al debito delle SNF. Rispetto al 2007 tali percentuali sul totale dei finanziamenti esterni e dei finanziamenti mediante ricorso al debito delle SNF sono aumentati del 4,0 e del 9,1 per cento, rispettivamente. I prestiti concessi da intermediari diversi dalle IFM e dal resto del mondo includono, tra gli altri, i prestiti concessi da società veicolo finanziarie (SVF) alle rispettive case madri e finanziati da tali affiliate con l'emissione di titoli di debito³⁸. Nel terzo trimestre del 2017 le azioni quotate, quelle non quotate e gli altri strumenti di capitale emessi da SNF rappresentavano il 55,4 per cento del finanziamento esterno alle SNF. La quota totale di tali strumenti è rimasta sostanzialmente invariata dal 2007 grazie all'emissione netta di azioni e all'incremento degli utili non distribuiti durante la crisi³⁹ che hanno compensato l'effetto al ribasso dei corsi azionari in diminuzione.

³⁷ Il finanziamento tramite ricorso al debito si definisce come il totale delle passività al netto di azioni quotate, azioni non quotate e altri strumenti di capitale emessi.

³⁸ Le SVF sono generalmente domiciliate in un paese, interno o esterno all'area dell'euro, diverso da quello della casa madre al fine di beneficiare di normative fiscali e tecnologie finanziarie vantaggiose.

³⁹ Gli utili non distribuiti sono classificati come transazioni non finanziarie nei conti settoriali. Al pari di quanto avviene nella contabilità delle imprese, sono registrati come autofinanziamento (non come transazioni finanziarie). Il valore di mercato delle consistenze in essere relative agli strumenti di capitale emessi dalle SNF potrebbe, tuttavia, aumentare attraverso rivalutazioni dovute al rafforzamento dei bilanci delle stesse.

Tavola A

La struttura di bilancio delle società non finanziarie dell'area dell'euro

(valori percentuali delle passività totali in essere)

	2007		2017		Variazione tra 2007 e 2017	
	Totale	Al netto del finanziamento intrasettoriale	Totale	Al netto del finanziamento intrasettoriale	Totale	Al netto del finanziamento intrasettoriale
Prestiti concessi da IFM	16,5	19,9	12,4	14,9	-4,1	-5,0
Titoli di debito emessi	2,5	3,0	4,1	5,0	1,6	1,9
Azioni quotate emesse	19,7	23,7	17,9	21,6	-1,8	-2,1
Prestiti concessi da intermediari diversi dalle IFM	2,5	3,1	4,6	5,5	2,0	2,4
Prestiti dal resto del mondo	3,9	4,7	4,4	5,2	0,4	0,5
Azioni non quotate e altri strumenti di capitale emessi	35,6	42,8	37,5	45,2	1,9	2,4
Finanziamento intrasettoriale	16,9	-	17,0	-	0,1	-
Altro	2,3	2,7	2,2	2,6	-0,1	-0,1
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	0,0	0,0
Voce per memoria: quota del finanziamento totale mediante ricorso al debito						
Prestiti concessi da IFM	37,0	59,5	27,7	44,9	-9,2	-14,6
Titoli di debito emessi	5,6	9,1	9,3	15,0	3,6	5,9
Prestiti concessi da intermediari diversi dalle IFM	5,7	9,2	10,2	16,5	4,5	7,4
Prestiti dal resto del mondo	8,8	14,1	9,8	15,8	1,0	1,7
Finanziamento intrasettoriale	37,8	-	38,2	-	0,4	-
Altro	5,1	8,2	4,8	7,8	-0,3	-0,4
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	0,0	0,0

Fonte: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: la rilevazione più recente si riferisce al terzo trimestre del 2017. Le passività totali delle SNF includono, tra gli altri conti passivi, solamente i debiti commerciali. Nelle contabilità nazionali, le passività totali includono il capitale proprio al valore di mercato. La voce "prestiti concessi da intermediari diversi dalle IFM" include i prestiti concessi alle SNF da altri intermediari finanziari (AIF) e da compagnie di assicurazione e fondi pensione (CAFP). La voce "finanziamento intra-settoriale" include i prestiti intra-societari e i debiti commerciali. La voce "altro" si riferisce alla differenza fra il totale e gli strumenti riportati nella tavola. Il finanziamento tramite ricorso al debito totale si definisce come il finanziamento totale al netto di azioni quotate, azioni non quotate e altri strumenti di capitale emessi.

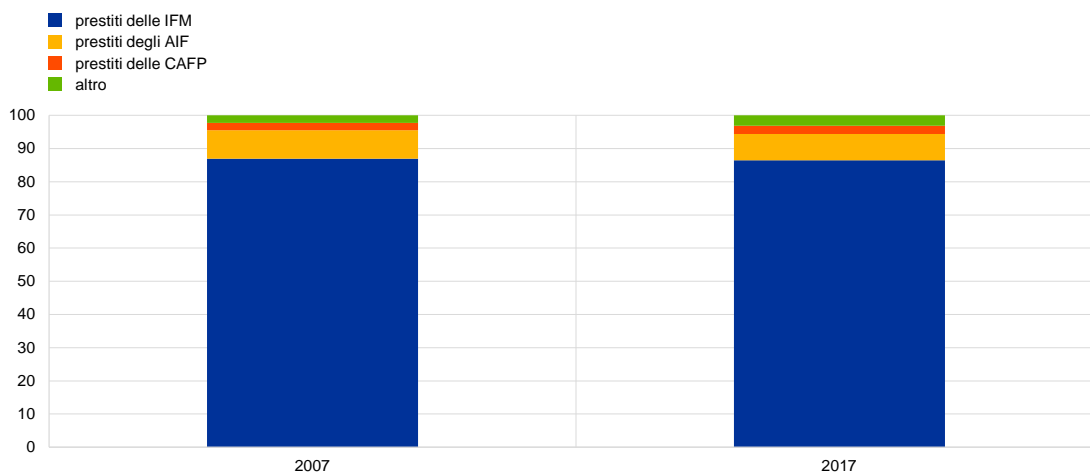
Negli ultimi dieci anni, sia la quota dei prestiti bancari sia quella dei prestiti concessi da altri intermediari finanziari (AIF) sul totale dei prestiti alle famiglie dell'area dell'euro sono rimaste sostanzialmente invariate. Nel terzo trimestre del 2017 le consistenze dei prestiti bancari e dei prestiti concessi da AIF rappresentavano l'86,4 e il 7,9 per cento, rispettivamente, dei prestiti totali concessi alle famiglie (cfr. grafico A). Il 75,3 per cento dei prestiti bancari alle famiglie è destinato all'acquisto di abitazioni. La quota restante costituisce il credito al consumo (ovvero prestiti destinati all'acquisto di beni e servizi di consumo) e la categoria residuale "altre tipologie di prestiti alle famiglie" (per es. prestiti a imprese a conduzione familiare o prestiti per l'istruzione). Queste categorie rappresentano l'11,7 e il 13,0 per cento, rispettivamente, del totale dei prestiti bancari alle famiglie. Rispetto alla scomposizione dei prestiti per finalità, la maggior parte dei prestiti bancari alle famiglie dell'area dell'euro presenta scadenze a più lungo termine. Altre fonti di finanziamento sono i crediti concessi da AIF e CAFP (compagnie di assicurazione e fondi pensione). Gli AIF includono, per esempio, intermediari non bancari specializzati in credito al consumo e società veicolo finanziarie che si occupano di cartolarizzazione dei mutui ipotecari e di prestiti al consumo ceduti da istituti bancari, mentre i

CAFP erogano prestiti per l'acquisto di abitazioni. Tali intermediari, tuttavia, svolgono un ruolo quantitativamente rilevante nell'erogazione di credito alle famiglie solo in un numero contenuto di paesi dell'area dell'euro.

Grafico A

Struttura di bilancio delle famiglie dell'area dell'euro

(valori percentuali delle consistenze in essere sul totale dei prestiti concessi)



Fonte: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: la rilevazione più recente si riferisce al terzo trimestre del 2017. La voce "altro" si riferisce alla differenza fra il totale e i settori creditori riportati nel grafico.

L'incremento nella quota di finanziamento non bancario sul totale del finanziamento esterno alle SNF dell'area dell'euro registrato dal 2008 riflette fattori sia ciclici sia strutturali. In passato le imprese si affidavano principalmente al credito bancario per i nuovi finanziamenti esterni⁴⁰. Nell'area dell'euro il flusso netto del finanziamento bancario alle imprese ha subito una contrazione al culmine della Grande recessione e della crisi finanziaria e del debito sovrano dell'area, per poi riprendersi gradualmente (cfr. grafico B). Il calo del credito bancario ha rispecchiato fattori sia dal lato della domanda che dal lato dell'offerta. La contrazione dell'attività economica e la necessità di risanare i bilanci hanno ridotto la domanda di prestiti da parte delle SNF, mentre il peggioramento della capacità di rimborso del debito da parte delle imprese e il deterioramento dei bilanci delle banche hanno portato all'inasprimento dei criteri di offerta e a un calo nell'erogazione del credito⁴¹. Inoltre, le SNF durante la crisi hanno incrementato l'emissione netta di titoli di debito per compensare la minor disponibilità dei prestiti bancari e, più di recente, per beneficiare delle favorevoli condizioni di finanziamento sul mercato, sostenute dal programma per l'acquisto dei titoli del settore societario da parte della BCE. Anche i prestiti erogati alle imprese da AIF sono aumentati, a seguito di un aumento dei prestiti concessi dalle SVF alle rispettive case madri. Contemporaneamente, le SNF hanno fatto sempre più ricorso ai crediti commerciali e ai prestiti intra-settoriali e hanno finanziato una più ampia parte delle proprie attività utilizzando i fondi generati internamente e i maggiori utili non distribuiti, al fine di mitigare l'impatto negativo causato dai vincoli creditizi. Dall'inizio della crisi finanziaria, nel complesso, le forme di finanziamento non bancario hanno acquisito un'importanza sempre più marcata.

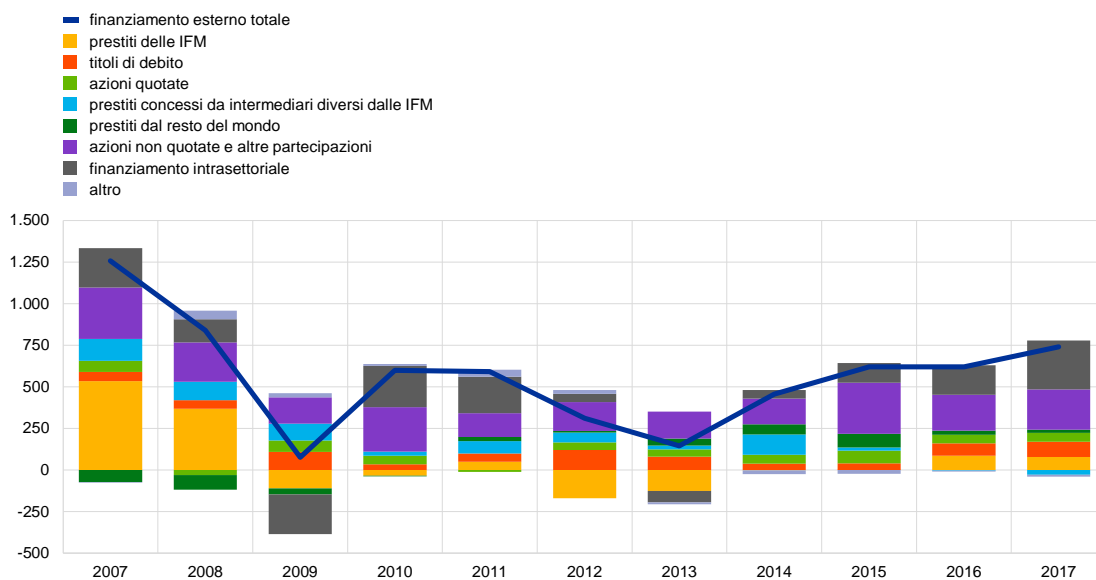
⁴⁰ Cfr. anche il riquadro *Tendenze nella struttura di finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro*, nel numero 5/2016 del Bollettino economico della BCE.

⁴¹ Cfr. anche l'articolo *Il ruolo delle istituzioni finanziarie non monetarie dell'area dell'euro per l'intermediazione finanziaria*, nel numero 4/2016 del Bollettino economico della BCE.

Grafico B

Finanziamento esterno delle società non finanziarie nell'area dell'euro: scomposizione per strumento

(flussi annuali; miliardi di euro)



Fonte: BCE ed elaborazioni della BCE.

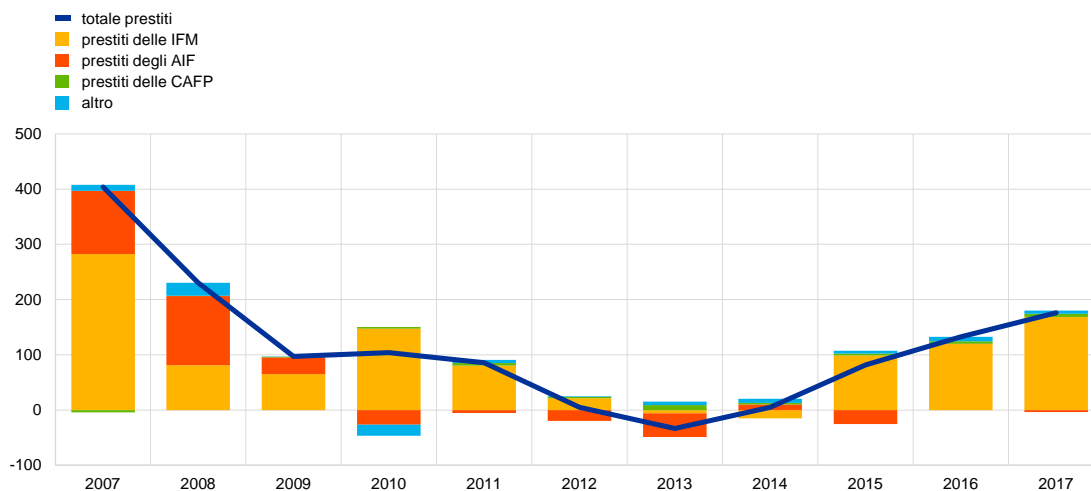
Note: la rilevazione più recente si riferisce al terzo trimestre del 2017. Il finanziamento totale delle SNF include, tra gli altri conti passivi, solamente i debiti commerciali. La voce "prestiti concessi da intermediari diversi dalle IFM" include i prestiti concessi alle SNF da AIF e da CAFI. La voce "finanziamento intrasettoriale" include i prestiti intra-societari e i debiti commerciali. La voce "altro" si riferisce alla differenza fra il totale e gli strumenti riportati nel grafico.

Nell'area dell'euro il settore delle famiglie continua a finanziare l'acquisto di beni immobili e di beni di consumo durevoli principalmente tramite prestiti bancari e, a differenza del settore delle imprese, non si è orientato verso altre forme di finanziamento. Il totale dei prestiti concessi alle famiglie nell'area dell'euro è diminuito all'inizio della Grande recessione ed è divenuto negativo all'indomani della crisi finanziaria e del debito sovrano nell'area. Analogamente a quanto avvenuto per le SNF, la crisi ha comportato un calo dei prestiti bancari alle famiglie (cfr. grafico C), a causa di fattori sia dal lato della domanda che dal lato dell'offerta del credito. Nel contempo, i prestiti concessi alle famiglie dagli AIF hanno registrato un calo più marcato rispetto ai prestiti bancari e, a differenza di questi ultimi, non hanno mostrato una ripresa dall'inizio della crisi. Ciò è principalmente riconducibile a due fattori: in primo luogo, è venuta meno l'espansione del credito necessario alle banche per sostenere la cartolarizzazione dei prestiti, che era alla base di una quota rilevante dei prestiti degli AIF alle famiglie; in secondo luogo, il ruolo preminente delle SVF nelle turbolenze dei mercati finanziari e l'evoluzione della regolamentazione hanno provocato un calo nella domanda e nell'offerta di prodotti cartolarizzati.

Grafico C

Erogazione di mutui alle famiglie dell'area dell'euro per settore creditore

(flussi annuali; miliardi di euro)



Fonte: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: la rilevazione più recente si riferisce al terzo trimestre del 2017. La voce "altro" si riferisce alla differenza fra il totale e i settori creditori riportati nel grafico.

Nel complesso, un ruolo più incisivo di forme di finanziamento non bancario nel finanziamento esterno delle SNF potrebbe accelerare la trasmissione della politica monetaria. In particolare, alcuni intermediari diversi dalle IFM potrebbero adeguare le proprie esposizioni al rischio, in risposta ai cambiamenti del ciclo economico e finanziario, con una flessibilità maggiore rispetto alle banche. Resta da vedere, tuttavia, se l'attuale tendenza verso un finanziamento dell'economia reale più orientato alla raccolta sul mercato verrà confermata una volta che il mercato dei prestiti bancari avrà completato la sua ripresa. Nel contempo, una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento potrebbe aver reso le imprese meno vulnerabili a future contrazioni nell'offerta di prestiti bancari o nella disponibilità di fonti di finanziamento mediante ricorso al mercato. Per contro, le famiglie continuano a far ricorso principalmente al credito bancario, mentre il ricorso ad altre fonti di finanziamento esterno rimane limitato.

2 La politica monetaria all'insegna di pazienza, costanza e prudenza

Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE negli ultimi anni sono state orientate al sostegno della ripresa economica dell'area dell'euro e al ritorno dell'inflazione su un livello inferiore ma prossimo al 2 per cento nel medio termine, in linea con la stabilità dei prezzi. Tali misure si sono efficacemente trasmesse alle condizioni di finanziamento di famiglie e imprese. Nel corso del 2017 il bilancio dell'Eurosistema ha continuato a espandersi, principalmente per effetto del programma di acquisto di attività (PAA) e delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine in atto.

2.1 L'orientamento della politica monetaria: un grado di accomodamento molto elevato

La ripresa economica ha continuato a rafforzarsi all'inizio dell'anno, ma l'andamento moderato dell'inflazione di fondo ha reso necessario non modificare l'orientamento della politica monetaria

In seguito alle decisioni del Consiglio direttivo di dicembre 2016, le misure di politica monetaria della BCE hanno continuato a trasmettersi efficacemente al finanziamento sul mercato e alle condizioni creditizie applicate alle imprese e alle famiglie dell'area dell'euro (cfr. sezione 2.2)⁴². Pur se complessivamente ridimensionati all'inizio dell'anno, i rischi per le prospettive economiche sono rimasti orientati verso il basso e correlati principalmente al contesto internazionale, alle incertezze politiche e alle perduranti fragilità di bilancio in alcuni settori. Inoltre, la prospettiva di un andamento al rialzo dell'inflazione ha continuato a essere determinata dalle prevalenti condizioni di finanziamento molto favorevoli che, in larga misura, sono state subordinate all'orientamento accomodante della politica monetaria.

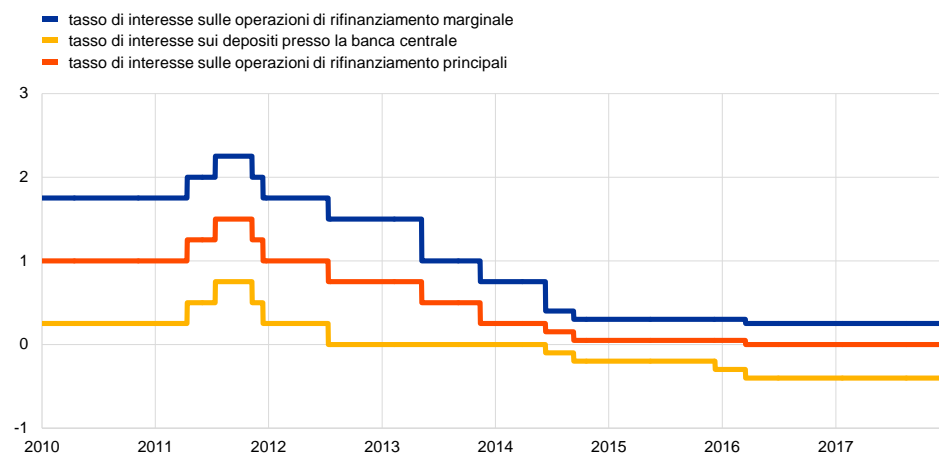
La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con i segnali provenienti dall'analisi monetaria ha confermato la necessità di un livello di accomodamento monetario molto elevato per consentire l'accumulo, nell'area dell'euro, di pressioni inflazionistiche durevoli e in grado di autoalimentarsi, nonostante la crescente capacità di tenuta della ripresa economica. Ciò ha reso necessario un fermo intervento del Consiglio direttivo, che ha ribadito le decisioni prese in occasione della riunione di politica monetaria di dicembre 2016. Tale posizione ha comportato che i tassi di interesse di riferimento della BCE rimanessero invariati (cfr. grafico 20) e che venissero confermati sia il ritmo e l'orizzonte degli acquisti preventivati nell'ambito del PAA sia le indicazioni prospettiche (forward guidance) del Consiglio direttivo in merito ai tassi di riferimento e al PAA.

⁴² A dicembre 2016, il Consiglio direttivo ha deciso di apportare modifiche ai parametri del PAA a partire da gennaio 2017, in modo da garantirne la regolare attuazione e da accettare importi limitati di contante come garanzia per il prestito di titoli acquistati nel quadro del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP); ciò al fine di fornire sostegno alla liquidità e al funzionamento del mercato dei pronti contro termine dell'area dell'euro. Tali modifiche consistono nella riduzione da due anni a uno della durata residua minima dei titoli idonei nell'ambito del PSPP e nell'autorizzazione ad acquistare, nella misura necessaria, titoli con rendimento a scadenza inferiore al tasso di interesse della BCE sui depositi presso la banca centrale.

Grafico 20

Tassi di interesse di riferimento della BCE

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima rilevazione si riferisce al 31 dicembre 2017.

Le indicazioni prospettiche si sono evolute in risposta a una migliore valutazione dei rischi e a una ridotta probabilità di contingenze avverse

A metà 2017 la ripresa economica si era ulteriormente rafforzata e, secondo le proiezioni, la crescita del prodotto avrebbe dovuto espandersi a un ritmo lievemente più rapido rispetto alle attese, estendendosi a più paesi e settori. Di conseguenza, a giugno 2017 il Consiglio direttivo ha modificato la propria valutazione dei rischi per le prospettive di crescita giudicandoli sostanzialmente bilanciati. In ragione delle maggiori capacità di tenuta e robustezza della dinamica della crescita, erano diminuiti anche gli estremi rischi al ribasso per la stabilità dei prezzi e, di conseguenza, risultava quasi del tutto svanita la possibilità di scenari particolarmente avversi, quali quelli correlati ai rischi di deflazione.

Per allineare la propria comunicazione al miglioramento della valutazione dei rischi, a giugno 2017 il Consiglio direttivo ha deciso di eliminare dalle indicazioni prospettiche sull'evoluzione attesa dei tassi di interesse di riferimento della BCE il richiamo a ulteriori riduzioni dei tassi, che segnalava una potenziale risposta sul piano delle politiche a situazioni molto gravi. Allo stesso tempo, tuttavia, il Consiglio direttivo ha sottolineato la necessità di saper attendere finché le pressioni inflazionistiche gradualmente non si siano accumulate. Ha inoltre rinnovato il proprio impegno ad applicare con costanza le misure di politica monetaria al fine di preservare il grado molto elevato di accomodamento monetario ancora necessario affinché si realizzi un aggiustamento durevole dell'inflazione.

Le indicazioni prospettiche fornite sul livello dei tassi di riferimento e sul ritmo degli acquisti di attività riflettono, in generale, l'importanza dell'interazione fra i singoli strumenti di policy nel condizionare l'orientamento della politica monetaria. Di fatto, i

diversi elementi dell'articolato pacchetto di misure di politica monetaria si completano e si rafforzano a vicenda nel preservare le condizioni di finanziamento molto accomodanti necessarie a favorire un ritorno durevole dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. A tale riguardo, le indicazioni prospettiche fornite dal Consiglio direttivo nel 2017 hanno fatto riferimento non soltanto alle condizioni in cui le misure di stimolo verrebbero revocate, ma anche alla sequenza delle modifiche a tali misure.

Le misure di politica monetaria sono state ricalibrate a ottobre preservando condizioni di finanziamento molto favorevoli

Le informazioni pervenute nel corso del terzo trimestre del 2017, incluse le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre dagli esperti della BCE, hanno continuato a segnalare una solida e generalizzata espansione economica nei diversi paesi e settori. Il protrarsi della dinamica espansiva ha ulteriormente rafforzato la fiducia, da parte del Consiglio direttivo, in un futuro andamento dell'inflazione che gradualmente si attesti, nel medio termine, su valori inferiori ma prossimi al 2 per cento, a condizione che vengano mantenute condizioni di finanziamento molto favorevoli. Allo stesso tempo, gli andamenti dell'inflazione sono rimasti moderati e le stime dell'inflazione di fondo non hanno ancora mostrato segnali più convincenti di una sostenuta tendenza al rialzo. Tali andamenti sono da considerarsi indicativi del margine di capacità inutilizzata ancora sostanziale nei mercati del lavoro e dei beni e servizi, nonostante il leggero aumento della crescita salariale. Di qui la necessità, dettata dalla prudenza, di mantenere un ampio grado di stimolo monetario al fine di garantire un aggiustamento durevole dell'inflazione e di ricalibrare gli strumenti di politica monetaria oltre la fine dell'anno.

A ottobre 2017, il Consiglio direttivo ha quindi assunto una serie di decisioni nel perseguimento del suo obiettivo di stabilità dei prezzi.

- In primo luogo, ha ribadito l'aspettativa che i tassi di interesse di riferimento della BCE rimangano sui livelli attuali per un prolungato periodo di tempo e ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività.
- In secondo luogo, il miglioramento delle prospettive economiche e la crescente fiducia nella convergenza dell'inflazione hanno consentito al Consiglio direttivo di ridimensionare la portata del PAA. Gli acquisti sarebbero proseguiti a un ritmo mensile di 30 miliardi di euro a partire da gennaio e fino alla fine di settembre 2018, o anche oltre, se necessario, e in ogni caso finché non si fosse riscontrato un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione. Inoltre il Consiglio direttivo ha confermato l'impegno a incrementare il PAA in termini di entità e/o durata, in caso di prospettive meno favorevoli o nell'eventualità di condizioni finanziarie incoerenti rispetto a un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione.
- In terzo luogo, il Consiglio direttivo ha annunciato che i reinvestimenti del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del PAA sarebbero proseguiti per un prolungato periodo di tempo dopo la conclusione degli acquisti netti di attività, e in ogni caso finché necessario. La salvaguardia

delle dimensioni delle consistenze acquistate avrebbe agevolato il mantenimento di condizioni di liquidità favorevoli e di un orientamento di politica monetaria adeguato.

- In ultimo, le procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi per le operazioni di rifinanziamento sono state estese almeno sino al termine dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve del 2019 per garantire il proseguimento dell'ordinata conduzione della politica monetaria preservando, nel contempo, le condizioni favorevoli dei mercati monetari dell'area dell'euro.

Il perdurante e consistente sostegno monetario fornito dagli ulteriori acquisti netti di attività, dalle rilevanti consistenze acquistate e dai prossimi reinvestimenti, nonché dalle indicazioni prospettiche sui tassi di interesse, consentirebbe di mantenere le condizioni di finanziamento molto favorevoli ancora necessarie a sostenere un ritorno durevole dell'inflazione su un livello inferiore ma prossimo al 2 per cento nel medio termine, in linea con la stabilità dei prezzi.

Riquadro 5

Indici di riferimento del mercato monetario dell'area dell'euro: sviluppi recenti

Gli indici di riferimento finanziari possono essere definiti, in generale, come indici utilizzati per determinare l'importo da pagare nell'ambito di un contratto o di uno strumento finanziario, o il valore dello strumento finanziario stesso. Uno degli indici di riferimento del mercato monetario maggiormente utilizzati a livello mondiale è il Libor (London interbank offered rate), mentre i più diffusi in Europa sono l'Euribor (Euro interbank offered rate) e l'Eonia (Euro overnight index average). Questi indici di riferimento vengono calcolati sulla base di stime specialistiche sui prezzi di mercato prevalenti ("quotazioni") nel caso dell'Euribor o sulla base delle transazioni effettive nel caso dell'Eonia, fornite da un panel di banche a partecipazione volontaria.

Negli ultimi anni, la BCE ha seguito da vicino la riforma degli indici di riferimento e ha svolto un ruolo attivo nella sua attuazione, data la necessità di disporre di indici di riferimento solidi per l'efficiente funzionamento del sistema finanziario e la trasmissione della politica monetaria. I mercati finanziari fanno ampio ricorso agli indici di riferimento nella stesura dei contratti finanziari, ad esempio per i mutui, nei titoli a tasso variabile o negli strumenti derivati. Tali indici sono anche presi a riferimento per la valorizzazione giornaliera di molti strumenti finanziari. Ne consegue che il mancato mantenimento di indici di riferimento solidi e affidabili può innescare turbative dei mercati, con possibili implicazioni di rilievo per la stabilità finanziaria.

Nell'area dell'euro, ma non solo, gli indici di riferimento sono attualmente soggetti a un profondo processo di riforma. Tale processo si basa in larga misura su una serie di principi formulati nel 2013 dall'Organizzazione internazionale delle commissioni per i valori mobiliari (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) in risposta agli scandali sulla manipolazione del Libor, ma tiene anche conto dell'adozione del [regolamento UE sugli indici usati come indici di riferimento](#). In Europa, gli indici più diffusi, l'Euribor e l'Eonia, sono entrambi coinvolti in un processo di riforma avviato dallo European Money Markets Institute (EMMI), organismo che cura la fissazione dei parametri. In conseguenza di tali riforme, negli anni a venire potrebbero rendersi necessari adattamenti delle prassi di mercato e dei contratti in base al nuovo contesto.

Per quanto riguarda l'Euribor, che rappresenta l'indice di riferimento per i depositi interbancari in euro non garantiti per le scadenze comprese tra una settimana e dodici mesi, l'EMMI ha studiato una metodologia di calcolo basata sulle transazioni, anziché sulle quotazioni. All'inizio del 2017 è stata condotta una verifica che tuttavia non ha consentito di accertare la fattibilità di una metodologia interamente basata sulle transazioni, a causa degli insufficienti volumi di operazioni sul mercato monetario. Per questo motivo, l'EMMI sta attualmente collaborando con gli operatori di mercato allo sviluppo di una metodologia ibrida per l'Euribor che combini i dati relativi alle transazioni con le stime degli esperti. Lo sviluppo di tale metodologia e la relativa valutazione d'impatto dovrebbero concludersi entro la prima metà del 2018 ed essere seguiti da una consultazione con i soggetti interessati. Nel frattempo, per il calcolo dell'Euribor si continuerà a utilizzare l'attuale metodologia basata sulle quotazioni.

Con riguardo all'Eonia, l'indice di riferimento per i depositi interbancari in euro overnight non garantiti interamente basato sulle transazioni, il 1° febbraio 2018 l'EMMI ha annunciato, in seguito a uno studio sul mercato monetario delle operazioni non garantite, che non fosse più opportuno procedere a un'approfondita revisione di tale indice data l'esiguità dei volumi dei prestiti interbancari e della persistente concentrazione dell'attività. L'EMMI ha inoltre sottolineato che, in tali condizioni di mercato, non sarà garantita la conformità dell'indice al regolamento UE sugli indici di riferimento. Ha tuttavia segnalato di poter valutare la possibilità di modificare i parametri metodologici con l'obiettivo di migliorare, se necessario, la solidità dell'Eonia.

La solidità dell'Euribor e dell'Eonia, che si basa sulla partecipazione volontaria delle banche appartenenti ai panel, sta diventando fonte di crescente preoccupazione per il progressivo venir meno del sostegno delle stesse. Le banche sono tenute a fornire quotidianamente una quotazione sulla base delle stime degli esperti (nel caso dell'Euribor) oppure le proprie effettive operazioni di prestito interbancario non garantite overnight (nel caso dell'Eonia). Tuttavia in tempi recenti numerose banche hanno abbandonato il panel di appartenenza, motivando questa decisione con il sovraccarico apportato alle proprie procedure dal processo di riforma. A ciò si aggiunga che il coinvolgimento nella definizione degli indici di riferimento espone a rischi reputazionali e a responsabilità legali.

Nel caso in cui prosegua l'abbandono dei panel da parte delle banche, il regolamento UE sugli indici di riferimento potrà fornire solo soluzioni di sostegno temporanee. La normativa contiene disposizioni speciali che si applicano a indici quali l'Euribor e l'Eonia, identificati come "critici"⁴³. In particolare, le autorità di regolamentazione, che nel caso dell'Eonia e dell'Euribor si identificano nell'autorità belga per i servizi e i mercati finanziari (Financial Services and Markets Authority), possono imporre l'obbligo di contribuire alla definizione degli indici di riferimento nel caso in cui la relativa rappresentatività sia compromessa, ad esempio a causa delle defezioni delle banche coinvolte nei panel. Sebbene questo meccanismo rappresenti una misura di sicurezza, la sua applicazione è limitata a un periodo massimo di due anni e non può quindi essere considerato una soluzione a lungo termine nel caso in cui la sostenibilità di tale indice risulti strutturalmente compromessa.

⁴³ Rispettivamente l'11 agosto 2016 e il 28 giugno 2017, l'Euribor e l'Eonia sono stati dichiarati "indici di riferimento critici" dalla Commissione europea ai sensi del relativo regolamento, alla luce della loro importanza cruciale per i mercati e del gran numero di contratti in cui vengono usati come riferimento.

Considerata l'importanza per i mercati di disporre di indici di riferimento solidi e affidabili, il 21 settembre 2017 la BCE ha annunciato che entro il 2020 pubblicherà un tasso di riferimento per le operazioni overnight non garantite sulla base dei dati raccolti ai sensi del [regolamento relativo alle statistiche sui mercati monetari](#). Tale tasso di interesse si aggiungerebbe ai tassi di riferimento esistenti forniti dal settore privato e verrebbe utilizzato come tasso di riferimento di emergenza. Nei prossimi due anni la BCE provvederà alla definizione delle caratteristiche di alto livello del tasso di interesse, allo sviluppo della metodologia di calcolo e alla verifica della robustezza del parametro. Nel corso di tale periodo la BCE garantirà una comunicazione trasparente anche grazie a consultazioni pubbliche. La [prima consultazione pubblica](#) è stata avviata il 28 novembre 2017 allo scopo di raccogliere i pareri dei soggetti interessati in merito alle caratteristiche principali del tasso e alla sua data di pubblicazione.

Un'ulteriore iniziativa sul mercato monetario in euro riguarda l'istituzione di un gruppo di lavoro sui tassi alternativi in euro privi di rischio, nell'ambito del quale il settore privato discuterà di tassi di riserva e di possibili soluzioni per la transizione a tassi alternativi in euro di breve termine. I lavori di questo gruppo saranno volti a dare seguito alla raccomandazione formulata a luglio 2014 dall'Official Sector Steering Group del Financial Stability Board (FSB) secondo la quale occorre identificare e adottare uno o più tassi privi di rischio in ogni principale area valutaria. Il gruppo di lavoro sarà composto da soggetti del settore privato e presieduto da un rappresentante di tale settore. Sarà supportato dalle autorità pubbliche e le attività di segretariato verranno svolte dalla BCE⁴⁴.

2.2 L'efficace trasmissione delle misure di politica monetaria della BCE

Nel 2017, la trasmissione delle misure di politica monetaria attuate da giugno 2014 ha continuato a sostenere le condizioni di prestito per famiglie e imprese, e a rafforzare i flussi di credito nell'area dell'euro. Gli acquisti di attività in atto nel quadro del PAA, i tassi di riferimento ancora bassi, le indicazioni prospettiche su questi due strumenti e le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) hanno assicurato condizioni di finanziamento molto favorevoli, continuando a esercitare un ruolo chiave nel rafforzamento della ripresa economica nell'area.

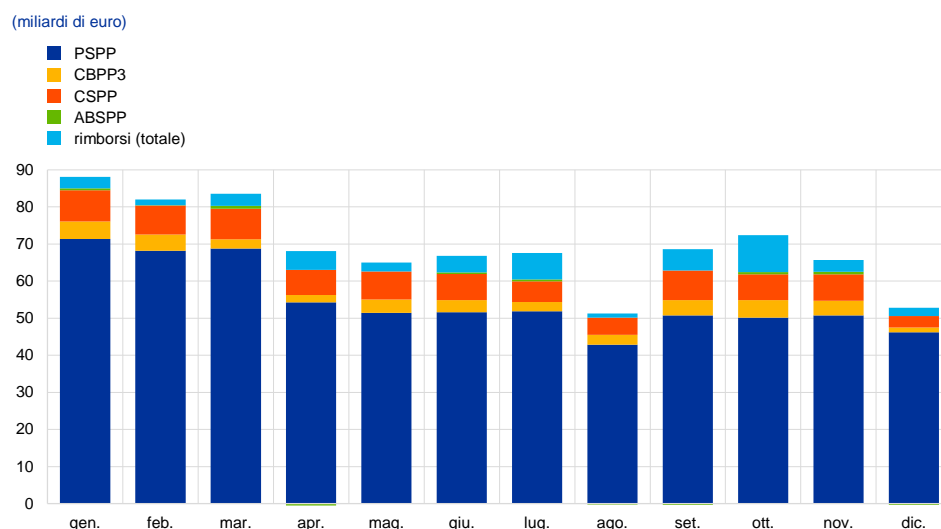
L'attuazione del PAA si è svolta regolarmente, sia nell'ambito dei programmi di acquisto di titoli del settore privato, che includono il programma di acquisto di attività cartolarizzate (Asset-Backed Securities Purchase Programme, ABSPP), il programma di acquisto di titoli del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP) e il terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (Third Covered Bond Purchase Programme, CBPP3), sia nel quadro del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP). Quest'ultimo comprende obbligazioni emesse dalle amministrazioni centrali e regionali dell'area dell'euro, da agenzie e da enti sovranazionali. I volumi di acquisto sono stati, in media, in linea con gli obiettivi mensili definiti dal Consiglio direttivo, con un ritmo di 80 miliardi di euro al mese da gennaio a marzo e 60 miliardi di euro

⁴⁴ Le linee guida e ulteriori informazioni sul gruppo di lavoro sono disponibili sul [sito Internet della BCE](#).

al mese da aprile a dicembre (cfr. grafico 21). Per via delle oscillazioni stagionali della liquidità del mercato, gli acquisti si sono attestati su valori inferiori all'obiettivo mensile ad agosto e a dicembre, tendenza che è stata tuttavia compensata dai volumi di acquisto lievemente più ampi registrati nel resto dell'anno. Anche a livello di singoli paesi, i volumi di acquisto mensili sono variati lievemente per effetto della crescente rilevanza del reinvestimento dei rimborsi dei titoli obbligazionari in scadenza, avviato a marzo 2017 per le obbligazioni acquistate nell'ambito del PSPP. Nel complesso, in termini relativi gli acquisti mensili si sono discostati dai volumi obiettivo solo marginalmente. L'insieme delle quote detenute nell'ambito del PSPP, quale misura pertinente della distribuzione dei volumi d'acquisto, si è mantenuto strettamente in linea con la ripartizione preventivata basata sulla sottoscrizione di capitale, se si considerano gli acquisti sostitutivi e la regolarità dei reinvestimenti delle obbligazioni in scadenza.

Grafico 21

Acquisti e rimborsi mensili netti di attività nell'ambito del PAA nel 2017



Fonte: BCE.

Note: acquisti mensili netti al valore contabile; importi effettivi dei rimborsi mensili. Il capitale rimborsato sui titoli acquistati nell'ambito del PSPP viene reinvestito dall'Eurosistema in maniera flessibile e tempestiva, possibilmente entro il mese di scadenza o nel corso dei due mesi successivi se le condizioni di liquidità del mercato lo consentono.

L'ultima operazione OMRLT-II, regolata a marzo 2017, ha registrato un'erogazione lorda di 233,5 miliardi di euro, che ha generato un aumento della liquidità netta di 204 miliardi⁴⁵. Nell'ambito di tutte le operazioni OMRLT-II (da OMRLT-II.1 a OMRLT-II.4), le banche dell'area dell'euro hanno preso in prestito la somma di 740,2 miliardi di euro, pari al 62 per cento del plafond complessivo di 1.200 miliardi.

⁴⁵ L'importo lordo è stato assegnato a 474 banche. Il limite di offerta, che corrisponde alla differenza fra il plafond complessivo e gli importi erogati nell'ambito di OMRLT precedenti, è stato pari a 693 miliardi di euro. Il tasso di utilizzo, rappresentato dal rapporto tra l'erogazione nell'ambito dell'operazione OMRLT-II.4 a marzo 2017 e il limite di offerta, è stato del 34 per cento. L'impatto della liquidità netta è calcolato tenendo conto dei rimborsi volontari delle OMRLT-I e del calo delle offerte nelle operazioni di rifinanziamento principali a seguito del passaggio alle OMRLT. Cfr. anche il riquadro intitolato *Le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine: una panoramica dei fondi erogati e dell'impatto sull'intermediazione bancaria*, nel numero 3/2017 del Bollettino economico della BCE.

Le misure di politica monetaria esercitano un impatto sull'economia attraverso tre canali di trasmissione: il canale di segnalazione, il canale di riequilibrio dei portafogli e il canale della trasmissione diretta⁴⁶. In primo luogo, il PAA ha sostenuto la credibilità delle indicazioni prospettiche della BCE concernenti le aspettative di mantenimento dei tassi di interesse agli attuali livelli per un periodo di tempo prolungato; il valore negativo del tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale ha rafforzato l'effetto del PAA sull'intera curva dei rendimenti, ridimensionando la componente legata alle aspettative dei tassi di interesse a più lungo termine. In secondo luogo, il PAA ha incentivato gli investitori a riequilibrare i propri portafogli verso segmenti di mercato più rischiosi. Gli acquisti di attività in atto hanno sostituito le disponibilità in obbligazioni a medio e lungo termine con le riserve di banca centrale detenute dal settore bancario; ciò implica una riduzione del rischio di durata finanziaria per gli investitori (cfr. sezione 2.3). La concomitante riduzione dei premi a termine incentiva l'allocazione degli investimenti verso altre attività, quali i prestiti alle famiglie e alle imprese. Ciò assicura la trasmissione delle misure di politica monetaria anche ai prenditori senza accesso diretto ai mercati dei capitali. Infine, gli effetti delle OMRLT si manifestano attraverso il meccanismo di trasmissione diretta. I tassi di interesse che le banche devono pagare su questi fondi dipendono dalla concessione di prestiti a imprese e famiglie, e ciò assicura la trasmissione delle favorevoli condizioni di finanziamento. Inoltre, la liquidità netta aggiuntiva ha favorito la riduzione dei costi di finanziamento marginali delle banche partecipanti.

Complessivamente, le misure di politica monetaria introdotte dalla BCE a partire da giugno 2014 hanno avuto un notevole impatto positivo sui risultati economici dell'area dell'euro. Si stima che gli effetti cumulati sulla crescita del PIL in termini reali e sull'inflazione nell'area dell'euro siano quantificabili, in entrambi i casi, in circa 1,9 punti percentuali tra il 2016 e il 2020⁴⁷.

Le misure della BCE hanno consentito il protrarsi di condizioni di finanziamento molto favorevoli

Le misure di politica monetaria hanno mantenuto i tassi di mercato ancorati su livelli bassi. I tassi a breve termine del mercato monetario e i rendimenti dei titoli di Stato a più lungo termine dell'area dell'euro sono rimasti relativamente stabili nel corso dell'anno (cfr. sezione 1.3). Tale situazione si è trasmessa alle condizioni di finanziamento nel contesto economico generale attraverso i tre canali di trasmissione sopra descritti.

⁴⁶ Per un esame più approfondito dei tre principali canali di trasmissione, cfr. il riquadro intitolato *L'impatto delle misure non convenzionali della BCE sulle condizioni di finanziamento: il punto delle evidenze recenti*, nel numero 2/2017 del Bollettino economico della BCE.

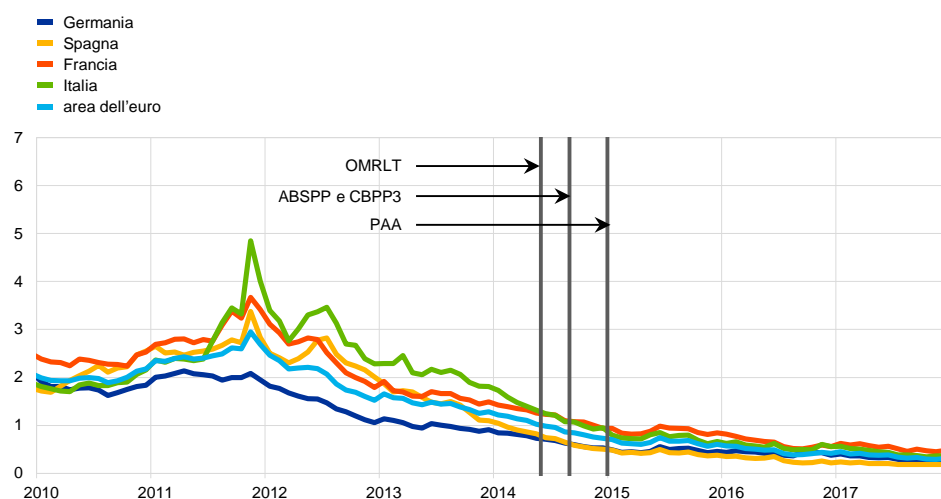
⁴⁷ Cfr. Draghi, M., *Lo stato e le prospettive della ripresa nell'area dell'euro*, intervento pronunciato in occasione del Congresso bancario europeo, Francoforte, 18 novembre 2016. Cfr. anche Gambetti, L. e Musso, A., "The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP)", *Working Paper Series*, n. 2075, BCE, giugno 2017, in cui viene riscontrato un impatto significativo del PAA sia sul PIL in termini reali (da 0,18 punti percentuali nel primo trimestre del 2015 a cifre molto modeste nel quarto trimestre del 2016) sia sull'inflazione misurata sullo IAPC (in aumento da un impatto molto esiguo nel primo trimestre del 2015 a 0,18 punti percentuali alla fine del 2015 e 0,36 punti percentuali nel quarto trimestre del 2016), rispetto a una situazione controfattuale caratterizzata dall'assenza di queste misure.

I costi della provvista bancaria si sono mantenuti molto favorevoli per tutto il 2017, su livelli significativamente inferiori rispetto a quelli precedenti il lancio del pacchetto di misure di allentamento creditizio da parte della BCE a giugno 2014 (cfr. grafico 22). I differenziali sulle obbligazioni emesse dalle banche dell'area dell'euro hanno continuato a contrarsi in misura significativa (cfr. grafico 23). Quest'ultimo andamento è stato supportato dall'ultima tornata di OMRLT-II, avvenuta a marzo, attraverso cui le banche hanno potuto sostituire alcune provviste di mercato con fondi OMRLT. Nel loro insieme, tali andamenti hanno continuato a ridurre i costi complessivi della provvista bancaria, contribuendo a ridimensionarne l'eterogeneità tra banche situate in diversi paesi dell'area dell'euro.

Grafico 22

Costo composto del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche

(costo composto dei depositi e del finanziamento mediante ricorso al debito non garantito sul mercato; percentuali in ragione d'anno)

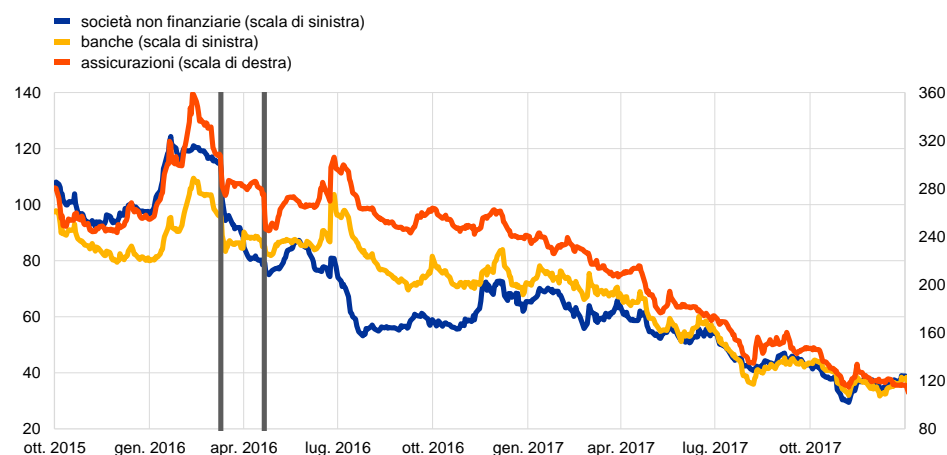


Fonti: BCE, Merrill Lynch Global Index ed elaborazioni della BCE.

Grafico 23

Differenziali sulle obbligazioni societarie investment grade

(punti base)



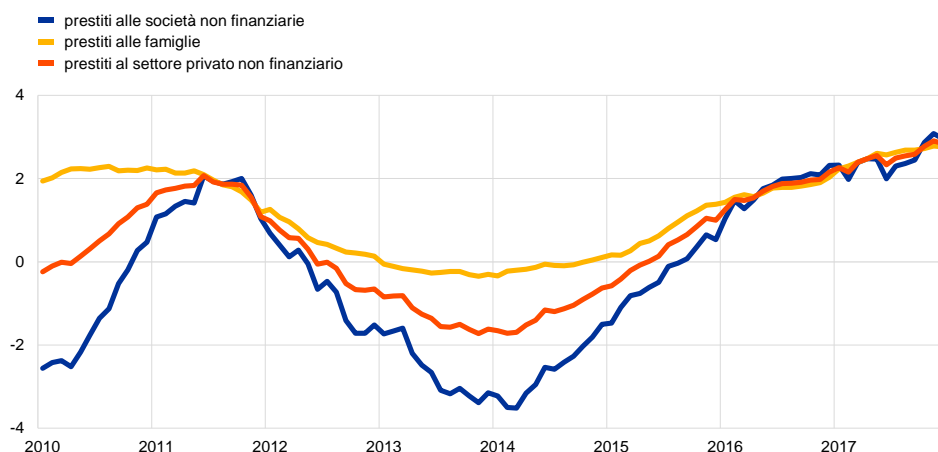
Fonti: Markit e Bloomberg

Note: i differenziali sulle obbligazioni societarie sono misurati dai differenziali degli asset swap. Le linee verticali indicano le riunioni del Consiglio direttivo del 10 marzo e del 21 aprile 2016. Gli indici includono anche le obbligazioni subordinate. L'ultima rilevazione si riferisce al 4 gennaio 2018.

La riduzione dei costi della provvista bancaria ha inoltre esercitato una pressione al ribasso sui costi di rifinanziamento delle società attraverso il canale della trasmissione diretta e i più bassi tassi privi di rischio. Dall'annuncio del pacchetto di misure di allentamento creditizio della BCE, i tassi compositi sui prestiti alle società non finanziarie (SNF) e alle famiglie sono diminuiti più dei tassi di riferimento del mercato. I tassi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie sono scesi rispettivamente di 123 e 108 punti base tra giugno 2014 e dicembre 2017. Le SNF con accesso diretto ai mercati dei capitali hanno inoltre beneficiato dei più bassi rendimenti delle obbligazioni societarie introdotti dal CSPP. I differenziali sulle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade si sono ridotti di 26 punti base nel corso del 2017, in linea con gli andamenti relativi a banche e compagnie di assicurazione (cfr. grafico 23). Con l'adeguamento dei portafogli da parte degli investitori, tali effetti si sono estesi anche alle obbligazioni societarie non investment grade, che non sono idonee agli acquisti nell'ambito del CSPP⁴⁸.

Grafico 24 Prestiti delle IFM alle SNF e alle famiglie

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati sui prestiti alle SNF e alle famiglie destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; dati relativi ai prestiti al settore privato non finanziario non corretti)



Fonte: BCE.

Prosegue la ripresa dell'espansione del credito

I miglioramenti in atto nelle condizioni creditizie dell'area dell'euro hanno trovato riscontro non solo nella contrazione dei tassi di interesse e dei differenziali, ma anche nei crescenti volumi dei prestiti al settore privato e nella stabilità dell'accesso al mercato obbligazionario per le imprese. Le banche partecipanti all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro hanno dichiarato di aver utilizzato la liquidità aggiuntiva generata dal PAA principalmente per erogare prestiti, segno che l'offerta di credito ha continuato a migliorare nel 2017⁴⁹. È inoltre aumentata la domanda

⁴⁸ Per ulteriori informazioni sui criteri di idoneità al CSPP, cfr. le [domande e risposte relative al programma di acquisto di titoli del settore societario](#).

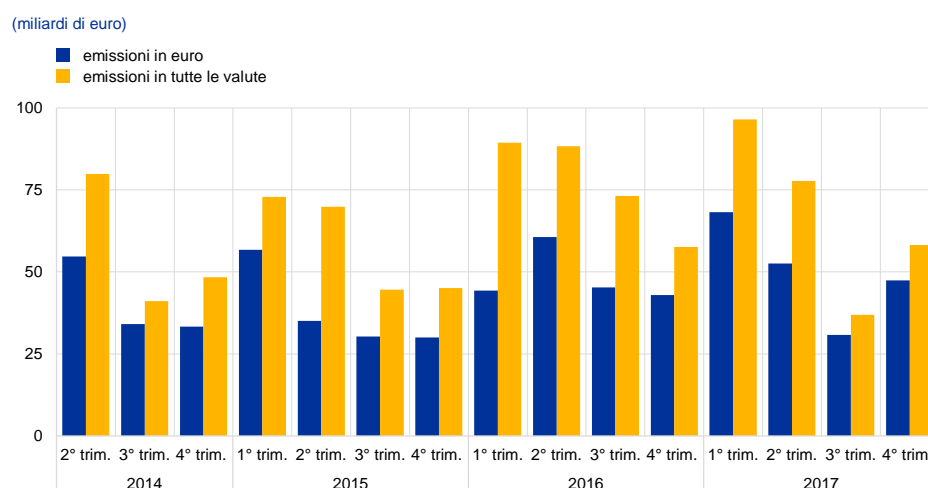
⁴⁹ Cfr. [l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro relativa al terzo trimestre del 2017](#), BCE, ottobre 2017.

netta di prestiti, con l'allentamento dei criteri di offerta da parte delle banche e dei termini e delle condizioni per i nuovi prestiti, in particolare per quelli alle famiglie. Di conseguenza, nell'area è proseguita la graduale ripresa del credito concesso al settore privato. Allo stesso tempo, nonostante alcuni progressi, il consolidamento dei bilanci bancari e i livelli ancora elevati di crediti deteriorati in alcuni paesi hanno continuato a frenare la crescita del credito.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari al settore privato non finanziario, comprese le famiglie e le SNF, a dicembre 2017 è salito al 2,8 per cento, dal 2,2 per cento di dicembre 2016. La crescita tendenziale dei prestiti alle SNF è aumentata al 2,9 per cento, dal 2,3 per cento dell'anno precedente, mentre quella dei prestiti alle famiglie è salita al 2,8 per cento a dicembre 2017, rispetto al 2,0 per cento di dicembre 2016. L'emissione di obbligazioni da parte delle SNF con sede legale nell'area dell'euro è rimasta stabile, con un totale di nuovi collocamenti in euro pari a 199 miliardi, rispetto ai 193 miliardi totalizzati nel corso del 2016 (cfr. grafico 25). L'accesso al mercato dei capitali da parte delle SNF ha continuato a essere sostenuto dagli acquisti netti di obbligazioni societarie nell'ambito del CSPP.

Grafico 25

Emissioni lorde di titoli di debito delle SNF dell'area dell'euro



Fonti: Dealogic ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati comprendono sia le obbligazioni investment grade sia quelle di diverso rating. "Emissioni in euro" indica i nuovi collocamenti in euro delle SNF con sede legale nell'area. "Emissioni in tutte le valute" si riferisce a tutti i nuovi collocamenti delle SNF con sede legale nell'area.

Le misure di politica monetaria della BCE hanno inoltre sensibilmente migliorato le condizioni di concessione del credito per le piccole e medie imprese (PMI), che generalmente non hanno accesso diretto ai mercati obbligazionari. Gli ultimi risultati dell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) segnalano un ulteriore miglioramento delle condizioni di finanziamento esterno, confermando la tendenza osservata nelle precedenti edizioni dell'indagine⁵⁰. Le PMI hanno confermato una maggiore disponibilità al finanziamento da parte delle banche, che comprende anche una più spiccata propensione a erogare

⁵⁰ Cfr. l'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento nell'area dell'euro relativa al periodo compreso tra ottobre 2016 e marzo 2017, BCE, maggio 2017.

prestiti a tassi di interesse più bassi. In tutti i grandi paesi dell'area dell'euro le PMI hanno segnalato variazioni nette positive della disponibilità di prestiti bancari. Per la prima volta dall'inizio dell'indagine SAFE, le PMI ritengono che le prospettive economiche generali favoriscano la disponibilità di finanziamenti esterni. Anche i costi di finanziamento delle PMI si sono ridotti. Il differenziale fra i tassi di interesse applicati ai crediti di dimensioni molto contenute e quelli sulle erogazioni di importo elevato è sceso di 118 punti base tra la fine di maggio 2014 e dicembre 2017.

2.3 Andamenti del bilancio dell'Eurosistema

Dimensioni e composizione del bilancio dell'Eurosistema

Dagli inizi della crisi finanziaria nel 2007-2008, l'Eurosistema ha adottato diverse misure di politica monetaria convenzionali e non convenzionali che, nel tempo, hanno avuto conseguenze dirette sulle dimensioni e sulla composizione del suo bilancio. Fra tali misure figurano operazioni mirate di rifinanziamento garantite con scadenza iniziale fino a quattro anni, nonché acquisti di attività finanziarie in vari segmenti di mercato per migliorare la trasmissione della politica monetaria e allentare le condizioni di finanziamento nell'area dell'euro. Alla fine del 2017 il bilancio dell'Eurosistema ha raggiunto il massimo storico di 4.500 miliardi di euro, registrando una crescita di 800 miliardi rispetto alla fine del 2016.

Il programma ampliato di acquisto di attività finanziarie e l'aggiudicazione dell'ultima operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine a marzo 2017 hanno comportato un'espansione e una variazione della composizione del bilancio. A fine 2017 le voci connesse alla politica monetaria dal lato delle attività ammontavano a 3.200 miliardi, pari al 70 per cento delle attività totali del bilancio dell'Eurosistema in aumento dal 61 per cento dell'anno precedente. Come mostrato nel grafico 26, tali attività comprendevano prestiti a istituti di credito dell'area dell'euro, corrispondenti al 17 per cento delle attività totali (in aumento rispetto al 16 per cento della fine del 2016) e titoli acquistati per finalità di politica monetaria, che rappresentavano il 53 per cento circa delle attività totali (rispetto al 45 per cento della fine dell'anno precedente). Le altre attività finanziarie erano composte principalmente da: a) valuta straniera e oro detenuti dall'Eurosistema; b) portafogli denominati in euro detenuti per finalità diverse dalla politica monetaria; c) liquidità di emergenza fornita da alcune banche centrali nazionali (BCN) dell'Eurosistema a istituzioni finanziarie solvibili ma con temporanei problemi di liquidità. Queste ultime attività finanziarie sono soggette a obblighi di segnalazione e restrizioni interni all'Eurosistema derivanti, in particolare, dal divieto di finanziamento monetario nonché dall'obbligo di non interferire con la politica monetaria, come stabilito in vari testi legali⁵¹.

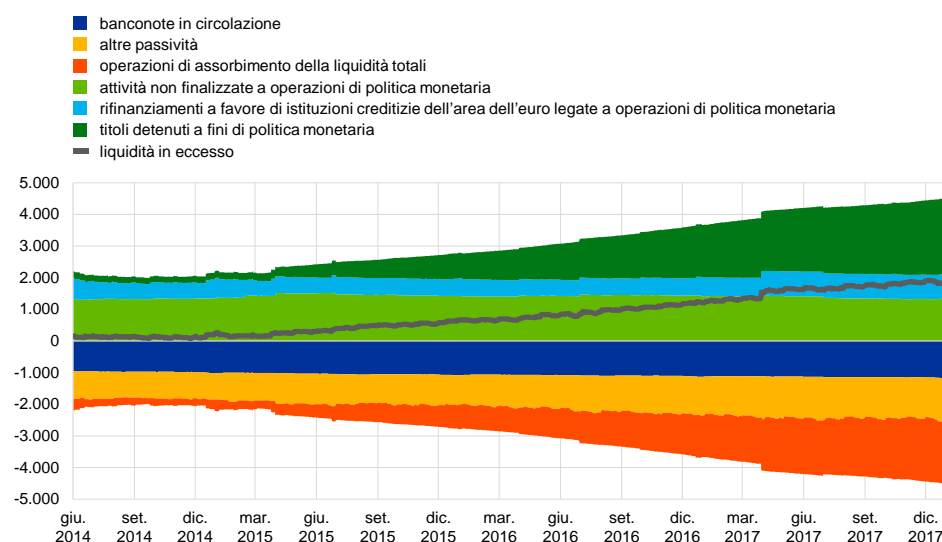
⁵¹ Il divieto di finanziamento monetario è sancito all'articolo 123 del [Trattato sul funzionamento dell'Unione europea](#). Per le restrizioni sulle attività non finalizzate a operazioni di politica monetaria, cfr. in particolare le linee guida della BCE sulle operazioni di gestione di attività e passività domestiche da parte delle banche centrali nazionali ([BCE/2014/9](#)), l'[accordo](#) del 19 novembre 2014 sulle attività finanziarie nette e l'[accordo](#) del 17 maggio 2017 sull'erogazione di liquidità di emergenza.

Dal lato del passivo, l'impatto principale è riconducibile alle riserve detenute dalle controparti, che nel 2017, per effetto dell'orientamento ancora accomodante della politica monetaria, sono aumentate di 600 miliardi di euro, giungendo a 1.900 miliardi di euro, e hanno rappresentato il 42 per cento delle passività alla fine del 2017, in rialzo rispetto al 36 per cento della fine del 2016. Le banconote in circolazione sono scese, in termini relativi, al 26 per cento (rispetto al 31 per cento della fine del 2016), sebbene siano aumentate, in termini assoluti, in linea con l'andamento tendenziale di lungo periodo. Le altre passività, tra cui il capitale e i conti di rivalutazione, sono scese al 32 per cento, dal 33 per cento della fine del 2016, anche se in termini assoluti sono aumentate di 200 miliardi (cfr. grafico 26).

Grafico 26

Evoluzione del bilancio consolidato dell'Eurosistema

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: le cifre positive si riferiscono alle attività, quelle negative alle passività. La linea dell'eccesso di liquidità è rappresentata da valori positivi sebbene si riferisca alla somma delle seguenti voci passive: disponibilità di conto corrente eccedenti gli obblighi di riserva e ricorso alle operazioni di deposito presso la banca centrale da parte delle controparti abilitate per la deposit facility.

Scadenza media del portafoglio e distribuzione per attività e paesi

Dall'inizio del programma di acquisto di attività (PAA), la BCE pubblica con frequenza settimanale il valore aggregato degli acquisti nell'ambito di ciascun programma in esso incluso. Pubblica inoltre con frequenza mensile la scomposizione dei titoli acquistati su mercati primari e secondari per il terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (Third Covered Bond Purchase Programme, CBPP3), per il programma di acquisto di attività cartolarizzate (Asset-Backed Securities Purchase Programme, ABSPP) e per il programma di acquisto di titoli del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme,

CSPP). Nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP), la BCE fornisce dati sui titoli acquistati in base al paese emittente⁵², inclusa la scadenza media ponderata.

Alla fine del 2017 gli acquisti di attività finanziarie nell'ambito del PAA ammontavano a 2.300 miliardi di euro⁵³. Di questa cifra, le attività detenute nell'ambito dell'ABSPP ammontavano a 25 miliardi di euro (1 per cento del portafoglio totale del PAA) mentre quelle detenute nell'ambito del CBPP3 erano pari a 241 miliardi di euro (11 per cento del portafoglio totale del PAA). Nell'ambito dei programmi di acquisto di titoli del settore privato, il contributo maggiore al PAA nel 2017 è stato fornito dal CSPP, con un ammontare di acquisti netti pari a 82 miliardi di euro, cifra che ha condotto a un totale dei titoli detenuti nel quadro del CSPP pari a 132 miliardi di euro, ovvero al 6 per cento dell'intero PAA. Nel 2017 la BCE ha avviato la pubblicazione dell'elenco completo dei titoli detenuti nell'ambito del CSPP, che comprende i nomi degli emittenti, le date di scadenza e i tassi cedolari delle obbligazioni, nonché dati aggregati sui titoli suddivisi per rischio paese, rating e settore. Gli acquisti nel quadro del CSPP vengono effettuati in base a un portafoglio teorico di riferimento che riflette in maniera proporzionale tutte le emissioni idonee in essere. Ciò significa che la capitalizzazione di mercato assegna una ponderazione a ciascuna diversa giurisdizione emittente all'interno del portafoglio teorico di riferimento.

Il PSPP ha fornito il contributo più consistente al PAA, con un ammontare pari a 1.900 miliardi di euro ovvero all'83 per cento del portafoglio complessivo, rispetto all'82 per cento di fine 2016. Nell'ambito del PSPP, l'allocazione degli acquisti tra i vari paesi è determinata sulla base dello schema di sottoscrizione del capitale della BCE. All'interno delle quote individuali loro assegnate, la BCE e le BCN dell'area dell'euro hanno la flessibilità di scegliere tra l'acquisto di titoli emessi da amministrazioni pubbliche centrali, regionali e locali, da determinate agenzie collocate nelle rispettive giurisdizioni e, se necessario, da istituzioni sovranazionali.

Alla fine del 2017, la scadenza media ponderata del PSPP era pari a 7,7 anni, una durata lievemente inferiore rispetto agli 8,3 anni della fine del 2016, con alcune variazioni tra paesi. Il calo della scadenza media ponderata riflette principalmente le decisioni, adottate dal Consiglio direttivo a dicembre 2016 di a) ridurre da due anni a un anno la scadenza residua minima dei titoli idonei nell'ambito del PSPP e b) consentire, ove necessario, acquisti di titoli con rendimento a scadenza inferiore al tasso di interesse della BCE sui depositi presso la banca centrale.

La durata delle attività acquistate dall'Eurosistema assume rilievo sotto due aspetti: da una parte consente l'assorbimento da parte del mercato del rischio di tasso di interesse, incentivando gli investitori a ribilanciare i propri portafogli; dall'altra l'Eurosistema punta a un'allocazione delle attività neutrale dal punto di vista del mercato, acquistando titoli sull'intero spettro delle scadenze idonee in tutte le giurisdizioni, in modo da riflettere la composizione del mercato di titoli di Stato dell'area dell'euro.

⁵² I dati sui titoli in portafoglio degli emittenti sovranazionali sono pubblicati a livello aggregato.

⁵³ Il portafoglio titoli del PAA è presentato al costo ammortizzato.

L'Eurosistema reinveste il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del PAA. I reinvestimenti nel quadro dei programmi di acquisto di titoli del settore privato sono proseguiti nel 2017, per un totale di 24,3 miliardi di euro, mentre quelli nell'ambito del PSPP sono stati avviati a marzo 2017, raggiungendo un ammontare di 24,9 miliardi di euro nel corso dell'anno. Per via della crescente rilevanza degli importi reinvestiti, a novembre 2017 la BCE ha iniziato a pubblicare l'ammontare atteso dei rimborsi mensili per il PAA su un orizzonte mobile di 12 mesi.

Le attività finanziarie acquistate nell'ambito del PAA vengono rese disponibili per operazioni di prestito titoli allo scopo di sostenere la liquidità del mercato delle obbligazioni e dei pronti contro termine senza ridurre indebitamente la normale attività di mercato di questi ultimi. La BCE pubblica mensilmente il saldo medio mensile aggregato dei titoli concessi in prestito dall'Eurosistema. Per ovviare ulteriormente alla scarsità di collaterale disponibile sul mercato, a partire da dicembre 2016 l'Eurosistema ha iniziato ad accettare contante, per importi limitati, a garanzia delle operazioni di prestito titoli, in aggiunta ai titoli, che in precedenza rappresentavano l'unica forma di collaterale accettato. Anche i dati relativi agli importi medi mensili aggregati delle garanzie in contanti ricevute vengono diffusi dalla BCE con frequenza mensile.

Andamenti delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema

L'ammontare in essere delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema è aumentato di 168,3 miliardi di euro dalla fine del 2016, portandosi a 764 miliardi a fine 2017. Ciò è attribuibile in larga misura all'aggiudicazione di 233,5 miliardi di euro nell'ambito dell'ultima operazione OMRLT-II di marzo 2017 che, sebbene in parte compensata dai più bassi volumi di operazioni di rifinanziamento principali e dai rimborsi OMRLT-I nel 2017, ha portato a un aumento netto considerevole della liquidità in essere. La scadenza media ponderata della liquidità immessa tramite operazioni temporanee di rifinanziamento è scesa dai 3 anni circa di fine 2016 ai 2,7 anni circa alla fine del 2017. Con l'aggiudicazione dell'ultima operazione OMRLT-II (con scadenza iniziale di quattro anni) avvenuta all'inizio del 2017 (marzo), la scadenza media ponderata delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema si è ridotta nel corso del resto dell'anno.

3 Il settore finanziario europeo fra capacità di tenuta e nuove sfide

La BCE valuta gli sviluppi relativi alla stabilità finanziaria nell'area dell'euro e i sistemi finanziari dell'UE per individuare eventuali vulnerabilità e fonti di rischio sistemico. Essa fornisce altresì assistenza analitica al Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) nell'analisi della stabilità finanziaria e contribuisce a importanti attività di regolamentazione. L'insorgere di potenziali rischi sistemici è fronteggiato mediante politiche macroprudenziali.

Nello svolgimento di questi compiti, la BCE è affiancata dalle altre banche centrali dell'Eurosistema e del Sistema europeo di banche centrali (SEBC). Nell'ambito della BCE, le funzioni macro e microprudenziali operano in stretto raccordo per l'identificazione dei principali rischi e vulnerabilità del settore finanziario europeo e per la definizione degli aspetti regolamentari.

3.1 Rischi e vulnerabilità presenti nel sistema finanziario dell'area dell'euro

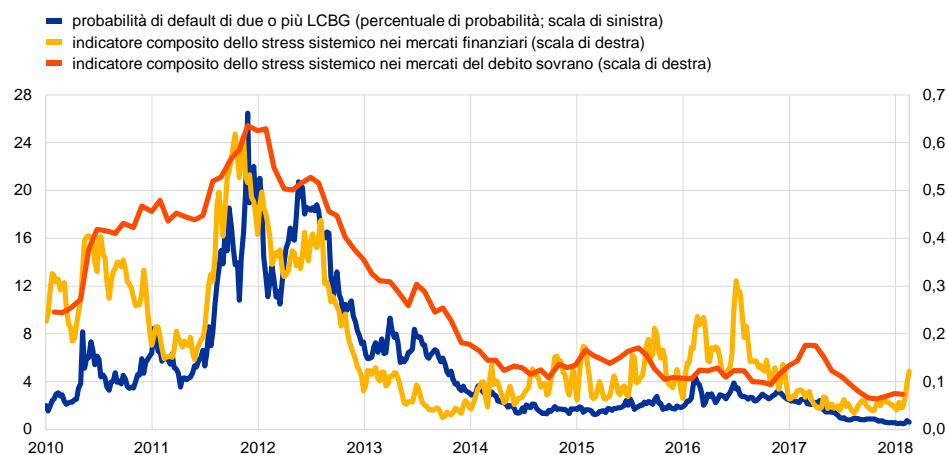
L'analisi dei rischi sistemici condotta dalla BCE è descritta nella pubblicazione semestrale *Financial Stability Review*⁵⁴. Nel 2017, la maggior parte degli indicatori di tensioni sistemiche dell'area dell'euro è rimasta contenuta (cfr. grafico 27), a indicazione del fatto che la situazione di stabilità finanziaria è stata caratterizzata da un'evoluzione positiva nel corso dell'anno in esame. Le migliori condizioni economiche nell'area dell'euro hanno sostenuto i mercati delle attività e contribuito alla ridotta volatilità nelle diverse classi di attività durante il 2017 (cfr. anche la sezione 1). Le tensioni nel settore bancario dell'area sono rimaste contenute per via delle aspettative di miglioramento della redditività degli enti creditizi da parte degli investitori, fondate sull'aumento del volume dei prestiti e dei margini di interesse nel caso in cui prosegua la crescita economica e aumentino i tassi di interesse. Per contro, all'inizio del 2017 le tensioni sistemiche nei mercati dei titoli di Stato sono aumentate, in parte per effetto di un più alto grado di incertezza politica in alcuni paesi dell'area dell'euro. I risultati elettorali nei principali paesi dell'area hanno successivamente mitigato tale incertezza, producendo un calo dell'indicatore delle tensioni relative al debito sovrano nella seconda metà del 2017. Per il resto, gli indicatori di tensioni sistemiche sono rimasti moderati, nonostante il più alto livello di incertezza geopolitica a livello mondiale, ad esempio in relazione alle crescenti tensioni nella penisola coreana.

⁵⁴ Cfr. *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2017 e *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2017. Nell'ambito della sua funzione microprudenziale, la vigilanza bancaria della BCE, in collaborazione con le autorità nazionali competenti, identifica e valuta regolarmente i rischi per il settore bancario dell'area dell'euro per assicurare una gestione efficace dei principali rischi da parte delle banche sottoposte a vigilanza diretta. I rischi più rilevanti sono riportati nelle priorità di vigilanza dell'MVU (Meccanismo di vigilanza unico), pubblicate con cadenza annuale (cfr. le [priorità di vigilanza per il 2018](#)).

Grafico 27

Indicatori compositi delle tensioni sistemiche nei mercati finanziari e dei titoli di Stato e probabilità di default di due o più gruppi bancari

(gen. 2010 – feb. 2018)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Nota: "probabilità di default di due o più LCBG" si riferisce alla probabilità di default simultanei all'interno di un campione di 15 grandi gruppi bancari complessi (Large and Complex Banking Group, LCBG) su un orizzonte di un anno.

In questo contesto, nel corso del 2017 sono stati identificati quattro rischi principali per la stabilità finanziaria nell'area dell'euro.

Il primo e principale rischio del 2017 è rimasto la possibilità di una variazione di prezzo improvvisa e considerevole dei premi al rischio a livello mondiale. Complessivamente, nel corso dell'anno sono stati osservati una ridotta volatilità dei mercati finanziari, valutazioni delle attività elevate e premi al rischio compressi in alcuni mercati, che nell'insieme segnalano un'accresciuta assunzione di rischio. In particolare, i differenziali relativi agli emittenti più rischiosi nei mercati delle obbligazioni sono rimasti molto bassi, di riflesso alla convinzione degli operatori di mercato che elementi di debolezza avessero scarse probabilità di manifestarsi. Sebbene alcuni di questi andamenti siano correlabili al miglioramento delle condizioni macroeconomiche e, come tali, siano sostanzialmente guidati dai fondamentali economici, sono aumentati i segnali secondo i quali i mercati finanziari potrebbero non rivelarsi pienamente preparati alla possibilità che il clima di fiducia dei mercati cambi repentinamente.

Il secondo rischio di rilievo è collegato alle prospettive di redditività delle banche dell'area dell'euro. La redditività delle banche dell'area è lievemente aumentata per effetto della crescita dei proventi non da interessi. La redditività del capitale delle banche è stata pari al 3,2 per cento nei primi tre trimestri del 2017, rispetto al 2,5 per cento del periodo corrispondente del 2016. Anche la solvibilità delle banche ha continuato a migliorare, con il coefficiente di capitale di prima qualità ponderato per il rischio (Common Equity Tier 1) che è salito al 14,5 per cento nel terzo trimestre del 2017 dal 13,9 per cento del 2016⁵⁵.

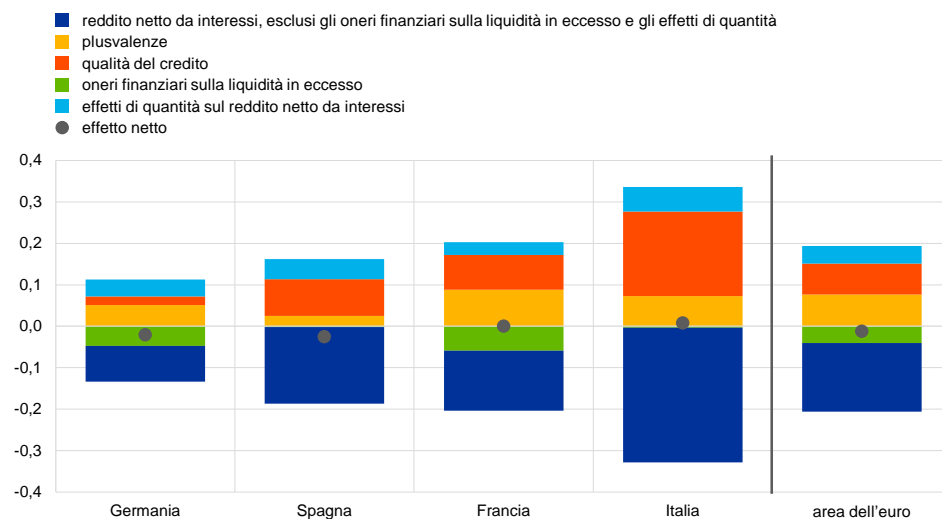
⁵⁵ Dati su tutti i gruppi bancari nazionali tratti dai [dati bancari consolidati della BCE](#).

L'impatto delle misure di politica monetaria della BCE sulla redditività delle banche potrebbe manifestarsi attraverso due canali principali. In primo luogo, il contesto di bassi tassi di interesse contribuisce alla compressione dei margini di interesse delle banche, riducendo così il reddito netto da interessi. In secondo luogo, il tasso negativo sui depositi presso la banca centrale genera oneri diretti sull'eccesso di liquidità per il sistema bancario dell'area dell'euro nel suo insieme. Tuttavia, tali aspetti negativi sono stati finora generalmente compensati dagli effetti positivi sulla redditività delle banche derivanti da una solida e generalizzata espansione economica. In particolare, i costi di accantonamento delle banche si riducono con l'aumentare della qualità del credito dei prenditori, che a sua volta dipende dal miglioramento delle prospettive economiche. La redditività delle banche è inoltre sostenuta dai crescenti volumi di prestiti nel contesto della ripresa economica e dalle plusvalenze derivanti dall'aumento dei corsi delle attività. Infine, se da una parte si riscontra una rigidità al ribasso dei tassi sui depositi al dettaglio, dall'altra i depositi all'ingrosso, in particolare quelli dei soggetti non residenti, sono spesso remunerati a tassi negativi, fattore che mitiga l'impatto sfavorevole dei tassi di interesse nominali negativi sul reddito netto da interessi delle banche. Complessivamente, l'effetto netto delle misure di politica monetaria sulla redditività delle banche dell'area dell'euro dal 2014 al 2017 (cfr. grafico 28) è rimasto contenuto, sebbene vi siano state lievi differenze tra paese e paese.

Grafico 28

Componenti della redditività delle banche

(2014 – 2017; contributi in punti percentuali al rendimento delle attività delle banche)



Fonte: Altavilla, C., Andreeva, D., Boucinha, M. e Holton, S., "Monetary policy, credit institutions and the bank lending channel in the euro area", *Occasional Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione.

Note: l'impatto della politica monetaria sui rendimenti delle obbligazioni e i relativi effetti sui tassi e sui volumi dei prestiti sono in linea con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema. Le plusvalenze sono calcolate in base ai dati pubblicati dall'Autorità bancaria europea. I dati relativi all'area dell'euro sono calcolati come media ponderata per i paesi inclusi nel campione utilizzando fonti bancarie consolidate per il peso del sistema bancario di ciascun paese all'interno dell'area dell'euro.

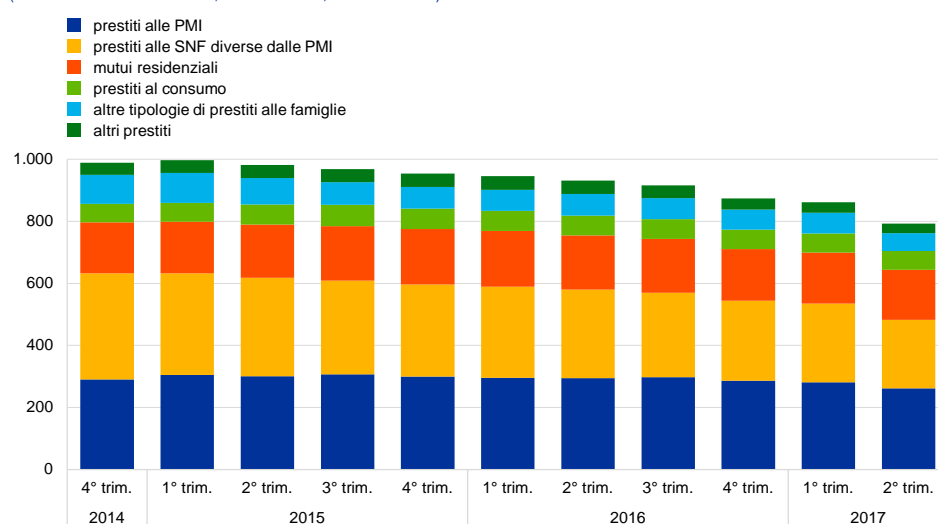
Nonostante tali andamenti positivi, le prospettive per il settore bancario sono rimaste modeste. Ciò ha trovato riscontro anche nelle quotazioni azionarie relativamente basse delle banche dell'area dell'euro, il cui valore di mercato è rimasto significativamente al di sotto del valore contabile. Le perplessità dei mercati si collegano principalmente a due fattori. In primo luogo, una serie di sfide strutturali ha continuato a esercitare un impatto

sull'efficienza in termini di costi di molte banche dell'area e sulle possibilità di diversificazione delle entrate. In secondo luogo, nonostante siano stati compiuti progressi nel corso dell'anno nel far fronte all'elevato livello di crediti deteriorati (non-performing loans, NPL) (cfr. grafico 29), l'entità di tali miglioramenti ha continuato a essere disomogenea tra paesi e banche, evidenziando un certo ritardo per alcuni di essi. Gli elevati valori di crediti deteriorati hanno esercitato ulteriori pressioni sulla redditività delle banche, sia direttamente attraverso gli alti accantonamenti, sia indirettamente, dal momento che i crediti deteriorati assorbono capacità di bilancio.

La BCE ha contribuito al dibattito sulle restanti sfide relative al settore bancario. Una piattaforma di transazioni dei crediti deteriorati, ad esempio, potrebbe contribuire a sanare più rapidamente i bilanci delle banche⁵⁶. Analogamente, investimenti condivisi tra il settore privato e pubblico (in conformità con la normativa concernente gli aiuti di Stato) potrebbero ridurre le asimmetrie informative tra potenziali acquirenti e venditori di crediti deteriorati⁵⁷. Nell'ambito delle sfide strutturali, un ulteriore consolidamento e una più ampia digitalizzazione del settore bancario potrebbero consentire di migliorare l'efficienza di costo. Azioni volte a ridimensionare l'entità dei crediti deteriorati potrebbero inoltre favorire l'intensificazione dell'attività bancaria internazionale, che a sua volta potrebbe condurre a una più ampia diversificazione geografica delle entrate⁵⁸. Le fusioni e le acquisizioni transfrontaliere, in particolare, potrebbero migliorare l'integrazione dei servizi bancari al dettaglio. Il completamento dell'unione bancaria, assieme ad altre misure di policy nel settore finanziario come l'armonizzazione delle disposizioni in materia di tassazione e insolvenza, potrebbero giovare a tale scopo⁵⁹.

Grafico 29 Crediti deteriorati per settore e tipologia di prestito

(4° trim. 2014 – 2° trim. 2017; dati trimestrali; miliardi di euro)



Fonte: dati di vigilanza della BCE.

Note: dati delle istituzioni finanziarie significative. PMI indica le piccole e medie imprese; SNF indica le società non finanziarie.

⁵⁶ Cfr. la monografia A della *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2017.

⁵⁷ Cfr. la monografia C della *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2017.

⁵⁸ Cfr. la monografia B della *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2017.

⁵⁹ Cfr. la monografia nella pubblicazione *Financial integration in Europe*, BCE, maggio 2017.

I due restanti rischi identificati per la stabilità finanziaria provengono dall'esterno del settore bancario. In primo luogo, le preoccupazioni relative alla sostenibilità del debito del settore pubblico e privato sono aumentate nella prima parte dell'anno per poi stabilizzarsi in seguito, in particolare per effetto delle migliorate prospettive economiche e della ridotta incertezza sulla politica economica dopo le elezioni politiche tenutesi in importanti paesi dell'area. Il livello di indebitamento del settore privato nell'area dell'euro è rimasto elevato sia in base agli standard storici sia a quelli internazionali, rendendo le imprese particolarmente vulnerabili a un marcato aumento dei tassi di interesse. In secondo luogo, nel settore finanziario non bancario è proseguita l'espansione dei fondi di investimento grazie agli afflussi sostenuti dalle migliori prospettive di crescita economica e dalla ridotta volatilità dei mercati finanziari. I fondi di investimento hanno inoltre accresciuto le esposizioni a titoli con rating più basso e a più lunga scadenza, mentre le riserve di liquidità dei fondi obbligazionari hanno continuato a contrarsi. I flussi in uscita e in entrata dei fondi di investimento possono rivelarsi particolarmente sensibili alle variazioni del clima di fiducia dei mercati. A differenza di quanto avviene per i fondi OICVM, per i fondi di investimento alternativi la normativa europea non prevede attualmente limiti di leva finanziaria rigidi e obbligatori. Al fine di prevenire la formazione di rischi a livello di settore, lo sviluppo di un quadro regolamentare che garantisca limiti macroprudenziali armonizzati alla leva finanziaria per i fondi di investimento alternativi rimane un'iniziativa fondamentale nell'ambito del processo che mira a estendere le politiche macroprudenziali al di là del perimetro bancario⁶⁰.

Un'analisi strutturale dell'intero settore finanziario dell'area dell'euro, comprese compagnie di assicurazione, fondi pensione ed entità finanziarie non bancarie, ha confermato che il settore finanziario non bancario ha continuato a espandersi. Ciò si è verificato sullo sfondo di una protratta razionalizzazione delle attività del settore bancario, che presumibilmente ha continuato ad avere un impatto limitato sull'efficienza complessiva del sistema finanziario, ancora caratterizzato, a livello aggregato, da elevati rapporti costi/ricavi⁶¹.

Riquadro 6

Andamenti dei mercati immobiliari residenziali e commerciali nell'area dell'euro

L'espansione ciclica dei mercati degli immobili residenziali è proseguita nel 2017, facendo registrare un moderato incremento dei prezzi e dei mutui ipotecari in termini aggregati. Considerando l'area dell'euro nel suo insieme, le vulnerabilità di tali mercati appaiono contenute, sebbene in graduale aumento. Nello specifico, pur registrando un'accelerazione tendenziale fino a oltre il 4 per cento nel terzo trimestre del 2017, la crescita nominale dei prezzi degli immobili residenziali è rimasta al di sotto della sua media storica e ben al di sotto dei valori precedenti la crisi (cfr. grafico A). La crescita dei prezzi degli immobili residenziali è stata trainata dalla forte domanda e sostenuta in misura crescente dall'aumento del reddito delle famiglie. In termini aggregati, i prezzi nell'area

⁶⁰ Cfr. la monografia A della *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2016.

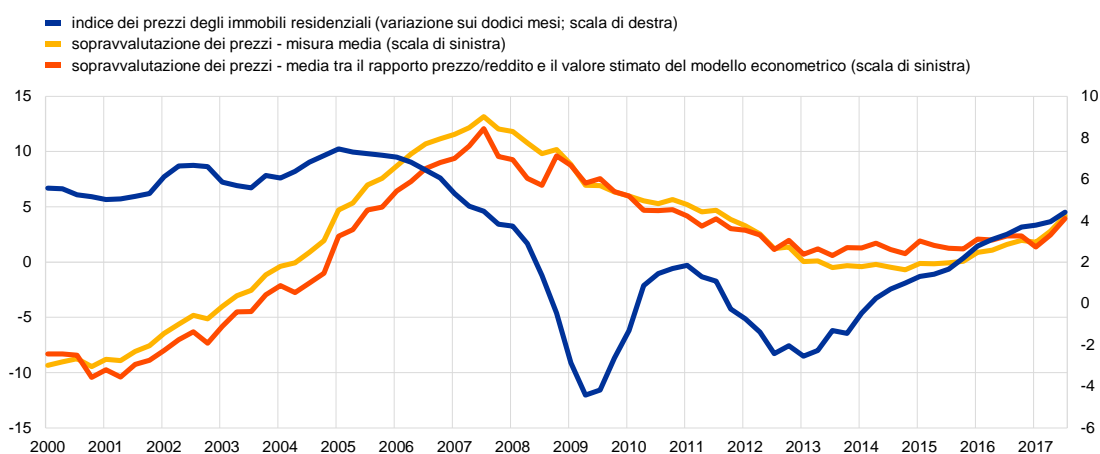
⁶¹ Cfr. *Report on financial structures*, BCE, ottobre 2017.

dell'euro appaiono in linea con i valori fondamentali, o appena al di sopra di essi (cfr. grafico A)⁶². Mentre la crescita sui dodici mesi dei prestiti per l'acquisto di abitazioni ha continuato ad aumentare, superando il 3 per cento su base annua verso la fine del 2017, è proseguito il calo dell'indebitamento delle famiglie, che ha raggiunto il 58 per cento del PIL nel terzo trimestre del 2017 (cfr. grafico B).

Grafico A

Crescita sui dodici mesi e sopravvalutazione dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro

(valori percentuali)



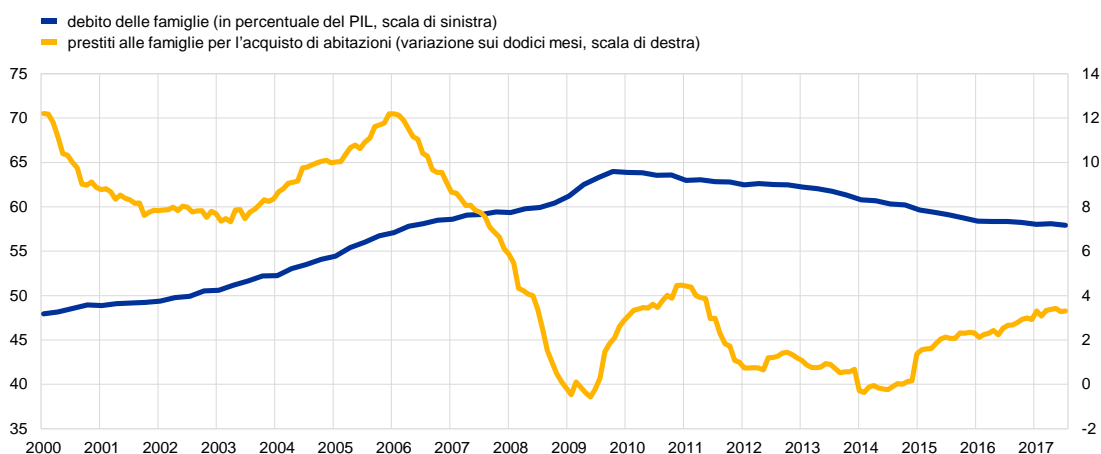
Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: la prima misura di sopravvalutazione (linea gialla) rappresenta la media di quattro diversi indicatori di valutazione (il rapporto prezzo/reddito, il rapporto prezzo/canone di locazione, il valore stimato di un modello di prezzo delle attività e il valore stimato di un modello econometrico (BVAR)); la seconda misura di sopravvalutazione (linea rossa) rappresenta la media tra due indicatori di valutazione (il rapporto prezzo/reddito e il valore stimato del modello econometrico).

Grafico B

Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e debito delle famiglie nell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonte: BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a settembre 2017 per i dati sui prestiti e al secondo trimestre del 2017 per il debito delle famiglie.

⁶² Le stime sulle valutazioni sono caratterizzate da un alto grado di incertezza e la loro interpretazione a livello nazionale potrebbe risultare complessa considerando le caratteristiche specifiche dei singoli paesi (ad esempio il trattamento fiscale degli immobili o i fattori strutturali, come lo status dell'occupante).

Sebbene nel complesso i segnali di vulnerabilità in accumulo nel mercato immobiliare residenziale dell'area dell'euro siano stati scarsi, la situazione è eterogenea tra i vari paesi e nel corso del 2017 la BCE, nell'ambito dello svolgimento della propria funzione macroprudenziale, ha monitorato attivamente singoli Stati dell'area, in particolare quelli che hanno ricevuto segnalazioni da parte del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) alla fine del 2016⁶³.

Nel corso del 2017, in diversi paesi sono state adottate dalle autorità nazionali o sono entrate in vigore una serie di misure macroprudenziali mirate a far fronte alle vulnerabilità nel settore immobiliare residenziale.

- In Finlandia, a partire da gennaio 2018, è stato introdotto un nuovo livello medio minimo di ponderazione del rischio medio del 15 per cento per i mutui residenziali, che si applica agli istituti di credito che utilizzano il metodo basato sui rating interni; una misura che resterà in vigore per due anni, interesserà i mutui per l'acquisto di abitazioni sul territorio finlandese e verrà applicata su base consolidata.
- In Lituania, le normative che regolano i principali standard creditizi, tra cui il requisito per calcolare il rapporto prestito/valore (Loan-to-Value, LTV) e il rapporto servizio del debito/reddito (Debt Service-to-Income, DSTI) sono state estese alle persone fisiche che esercitano attività di costruzione o di leasing a scopo professionale.
- In Belgio, è stato raccomandato alle banche che utilizzano il metodo basato sui rating interni di applicare una maggiorazione di cinque punti percentuali alle ponderazioni di rischio dei mutui residenziali nazionali. Tale raccomandazione è seguita allo scadere di un'analogia misura macroprudenziale.
- In Slovacchia, dall'inizio del 2017 sono state inasprite le misure per i prenditori (ossia i limiti relativi a LTV, DSTI e durata residua) nell'ambito di un "pacchetto di pratiche di prestito responsabili".
- In Irlanda le misure mirate ai prenditori di mutui sono state riviste e ricalibrate. In particolare, da gennaio 2017, il 5 per cento dei nuovi prestiti per l'acquisto di prime case è stato concesso per importi superiori a un limite LTV pari al 90 per cento, mentre il 20 per cento dei nuovi prestiti per l'acquisto di case dalla seconda in poi è stato concesso per importi superiori a un limite LTV pari all'80 per cento.

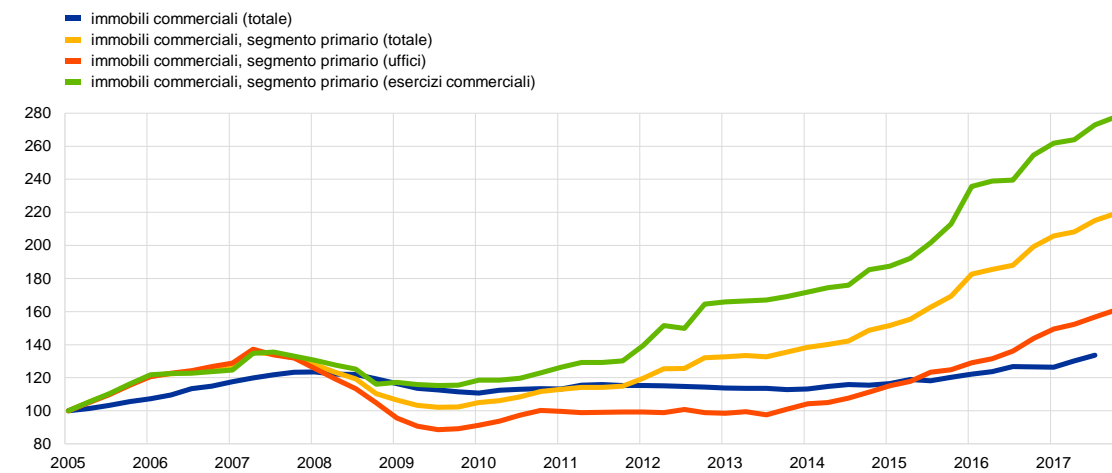
Negli ultimi anni, il mercato degli immobili commerciali dell'area dell'euro ha registrato un forte incremento dei prezzi e dei volumi delle transazioni. Nel 2016, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi degli immobili commerciali nell'area è salito al 5,1 per cento, dal 3,8 del 2015 e dall'1,9 per cento del 2014. Tale aumento dei prezzi è stato trainato dal segmento primario del mercato immobiliare commerciale (in cui i prezzi hanno registrato una crescita tendenziale del 18 per cento nel 2016, rispetto al 14 per cento dell'anno precedente) e, in particolare, dal segmento primario degli esercizi commerciali (cfr. grafico C), in cui i prezzi hanno continuato a salire anche nel 2017.

⁶³ A novembre 2016 il CERS ha emesso [segnalazioni sulle vulnerabilità a medio termine nei settori immobiliari residenziali](#) per i seguenti paesi dell'area: Belgio, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria e Finlandia.

Grafico C

Indici dei prezzi degli immobili commerciali nell'area dell'euro

(1° trim. 2005 – 4° trim. 2017; indice: 1° trim. 2005 = 100)



Fonti: Jones Lang LaSalle e stime sperimentali della BCE basate su dati MSCI e nazionali.

Note: gli esercizi commerciali includono ristoranti, centri commerciali e alberghi. L'aggregato dell'area dell'euro comprende Belgio, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia.

In molti dei paesi che nel 2017 hanno registrato i più significativi incrementi dei prezzi degli immobili commerciali, questo settore è stato principalmente finanziato con investimenti diretti da parte di fondi e investitori istituzionali e meno sostenuto dai prestiti bancari. I fondi di investimento e i fondi comuni immobiliari hanno acquisito importanza come strumenti attraverso i quali i gestori patrimoniali statunitensi e gli altri investitori esteri in cerca di rendimenti in un contesto di bassi tassi di interesse veicolano i propri investimenti nel settore. In linea di principio, il ricorso crescente a fonti estere di finanziamento azionario dovrebbe ridurre le probabilità che eventuali bruschi cali delle valutazioni degli immobili commerciali abbiano ripercussioni negative dirette sul sistema bancario. Tuttavia, un incremento degli investimenti diretti esteri potrebbe dare luogo a una maggiore volatilità legata a cicli economici caratterizzati da forte crescita e repentine contrazioni. Sebbene il credito bancario al settore degli immobili commerciali non sia in espansione, in alcuni paesi il settore bancario mantiene ampie esposizioni creditizie verso questo segmento del mercato immobiliare, rendendosi quindi vulnerabile a potenziali correzioni di prezzo negative. È evidente che, in ragione della sua natura e delle sue dimensioni, il settore degli immobili commerciali non è sistemico quanto il settore degli immobili residenziali. La BCE continuerà a monitorare gli andamenti del mercato immobiliare commerciale nell'area dell'euro, prestando particolare attenzione alle marcate diversità dei contesti nazionali in cui tali sviluppi si verificano.

3.2 La funzione macroprudenziale della BCE

La responsabilità delle decisioni in materia di provvedimenti macroprudenziali nell'area dell'euro è ripartita fra le autorità nazionali (l'autorità nazionale competente o l'autorità nazionale designata) e la BCE. Le autorità nazionali appartenenti all'area dell'euro conservano il potere di attivare e applicare le misure macroprudenziali. La BCE riceve notifica di tali provvedimenti da parte delle autorità nazionali e ne valuta l'adeguatezza a intervalli regolari. La BCE può sollevare obiezioni in merito ai

provvedimenti presi dalle autorità nazionali e, nel caso degli strumenti macroprudenziali per cui è competente in base alla normativa europea, ha la facoltà di integrarli, rafforzandoli o imponendo requisiti più elevati. Questa asimmetria di poteri riflette il ruolo che la BCE è chiamata a svolgere per superare eventuali inerzie a livello nazionale.

Nel 2017 la BCE e le autorità nazionali hanno proseguito il confronto aperto e di ampio respiro, sia a livello tecnico che politico, sull'impiego degli strumenti macroprudenziali e sullo sviluppo di metodi per la valutazione dei diversi tipi di rischio sistemico. Questo lavoro ha migliorato il processo di valutazione dell'adeguatezza delle politiche macroprudenziali nell'area dell'euro nel suo complesso e nei singoli paesi sottoposti alla vigilanza bancaria europea.

La politica macroprudenziale nel 2017

Durante il 2017 la BCE ha continuato a operare per rafforzare il suo ruolo di coordinamento per la politica macroprudenziale, nonché la comunicazione al pubblico in materia, nell'ottica di migliorare la trasparenza e sottolineare l'importanza della politica macroprudenziale stessa.

Nel rispetto del proprio mandato istituzionale, la BCE ha valutato le decisioni macroprudenziali prese dalle autorità nazionali nei paesi sottoposti alla vigilanza bancaria europea. Nel 2017 ha ricevuto notifica di oltre cento decisioni di questo tipo, in gran parte relative alla fissazione della riserva di capitale anticiclica, all'individuazione degli istituti di credito di rilevanza sistemica e alla calibrazione della corrispondente riserva di capitale. La BCE ha ricevuto inoltre notifica dei casi di applicazione della riserva per il rischio sistemico e di applicazione in alcuni paesi dell'articolo 458 del regolamento relativo ai requisiti prudenziali (Capital Requirements Regulation, CRR).

Con cadenza trimestrale tutti i 19 paesi dell'area dell'euro valutano i rischi sistemici ciclici e fissano il livello della riserva di capitale anticiclica. I rischi sistemici ciclici sono rimasti contenuti nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro e il Consiglio direttivo della BCE ha ritenuto appropriate tutte le decisioni prese nel corso dell'anno dalle autorità nazionali in tema di riserve anticicliche. Ad eccezione della Slovacchia e della Lituania, tutti gli altri paesi hanno deciso di fissare il coefficiente di riserva anticiclica allo 0 per cento. Nel luglio del 2016 la Slovacchia ha introdotto un coefficiente di riserva anticiclica dello 0,5 per cento con decorrenza 1° agosto 2017, che è stato poi portato, in ragione del protratto accumulo di rischi sistemici ciclici, all'1,25 per cento nel mese di luglio 2017, con effetto dal 1° agosto 2018. In Lituania, a partire dal 31 dicembre 2018, si applicherà un coefficiente di riserva anticiclica pari allo 0,5 per cento.

Nel 2017 la BCE, le autorità nazionali e il Financial Stability Board, in consultazione con il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, hanno aggiornato la valutazione annuale delle banche di rilevanza sistemica globale (Global Systemically Important Banks, G-SIB) dei paesi dell'area dell'euro. La valutazione ha portato ad assegnare sette banche di Germania, Spagna, Francia, Italia e Paesi Bassi alle categorie

concordate a livello internazionale G-SIB 1, 2 e 3, corrispondenti a una riserva di capitale rispettivamente dell'1,0, dell'1,5 e del 2,0 per cento⁶⁴. I requisiti di riserva aggiuntivi entreranno in vigore a partire dal 1° gennaio 2019, sulla base di un meccanismo di introduzione progressiva.

La BCE ha inoltre valutato le decisioni prese dalle autorità nazionali in tema di requisiti di capitale aggiuntivi per altri 109 istituti a rilevanza sistemica (Other Systemically Important Institutions, O-SII)⁶⁵. Il Consiglio direttivo ha ritenuto appropriate le decisioni prese dalle autorità nazionali.

Al fine di migliorare la trasparenza in merito al proprio operato in ambito macroprudenziale, la BCE ha continuato a pubblicare con cadenza semestrale il *Macroprudential Bulletin*. Nella terza edizione sono stati illustrati gli strumenti a disposizione della BCE e il suo approccio alle questioni di natura macroprudenziale, con particolare riferimento a: 1) la metodologia usata dalla BCE per determinare il livello minimo di riserva di capitale per gli istituti identificati come O-SII; 2) il controllo di qualità delle prove di stress con approccio top-down; 3) l'esposizione di un futuro schema europeo di assicurazione dei depositi ai fallimenti bancari e i benefici dei contributi basati sul rischio. La quarta edizione ha riguardato: a) l'impatto nel breve termine del requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili (Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities, MREL) sui mercati finanziari e sulle banche dal punto di vista della stabilità finanziaria; b) un modello per misurare l'impatto sul livello di capitalizzazione delle banche a seconda che sia presente il sistema del bail-in o quello del bail-out; c) gli aspetti di carattere macroprudenziale dei pareri pubblicati di recente dalla BCE in merito alle proposte della Commissione europea per la modifica della regolamentazione bancaria dell'Unione europea.

Al fine di migliorare ulteriormente la comunicazione verso il pubblico, nel 2017 la BCE ha iniziato a pubblicare sul proprio sito Internet un [quadro riepilogativo](#) delle misure macroprudenziali attualmente vigenti nei paesi assoggettati alla vigilanza bancaria della BCE. Le medesime informazioni, riferite anche agli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, sono disponibili sul [sito del CERS](#).

La cooperazione con il Comitato europeo per il rischio sistemico

La BCE ha continuato a fornire assistenza analitica, statistica, logistica e amministrativa al Segretariato del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), incaricato dell'operatività ordinaria del Comitato stesso. La BCE ha contribuito all'attività di individuazione e monitoraggio dei potenziali rischi sistemici, svolta dal CERS su base regolare. Tra le altre cose, la BCE ha co-presieduto il gruppo di esperti del Comitato tecnico consultivo del CERS che ha predisposto il rapporto [Resolving non-performing loans in Europe](#), pubblicato nel luglio del 2017. Tale rapporto individua le questioni di carattere macroprudenziale e inerenti alla stabilità

⁶⁴ L'[elenco delle G-SIB relativo al 2017](#) è disponibile sul sito Internet del Financial Stability Board.

⁶⁵ Cfr. "ECB floor methodology for setting the capital buffer for an identified Other Systemically Important Institution (O-SII)", nel *Macroprudential Bulletin*, n. 3, BCE, giugno 2017.

finanziaria che discendono dagli elevati livelli di crediti deteriorati e i fattori che ostacolano la risoluzione di tale problema. La relazione fornisce anche indicazioni pratiche rivolte ai responsabili a livello politico sulle iniziative da intraprendere per individuare una risposta d'insieme al problema dei crediti deteriorati.

La BCE ha altresì contribuito al rapporto del CERS [Financial stability implications of IFRS 9](#), anch'esso pubblicato nel luglio 2017. Il rapporto, predisposto a seguito di una richiesta della Commissione per gli affari economici e monetari del Parlamento europeo, analizza le potenziali implicazioni per la stabilità finanziaria dell'introduzione del nuovo principio contabile International Financial Reporting Standard 9 (IFRS 9). Il documento giunge alla conclusione che, nel complesso, l'IFRS 9 dovrebbe avere effetti sensibilmente positivi per la stabilità finanziaria, poiché prevede una rilevazione precoce delle perdite su crediti. Ciononostante, il rapporto individua diverse difficoltà di carattere pratico nel conseguire i benefici attesi, nonché alcuni possibili effetti prociclici.

La BCE ha inoltre coadiuvato il CERS nell'analisi dei dati che gli vengono forniti ai sensi del regolamento europeo sulle infrastrutture di mercato. Quattro lavori di ricerca basati su tali dati sono stati pubblicati nel corso del 2017⁶⁶.

Informazioni più dettagliate sul CERS sono reperibili sul suo [sito Internet](#) e nel suo [Rapporto annuale 2016](#).

3.3 Il contributo della BCE alle attività di regolamentazione

In linea con il suo mandato, nel 2017 la BCE ha fornito contributi significativi in termini di analisi e di policy a numerose attività di regolamentazione condotte a livello internazionale ed europeo. Nel 2017 i principali temi dell'attività di regolamentazione in cui è stata coinvolta la BCE hanno riguardato: a) la definizione del quadro normativo di Basilea in materia di patrimonio e liquidità (Basilea III); b) la revisione della regolamentazione micro e macroprudenziale per le banche dell'Unione europea; c) la revisione del quadro normativo per la gestione e la risoluzione delle crisi; d) il lavoro sul completamento dell'unione bancaria; e) la creazione di un quadro normativo per l'attività non bancaria. Inoltre, la BCE ha contribuito al dibattito sul futuro quadro regolamentare dell'Unione in materie quali risanamento, risoluzione e supervisione sulle controparti centrali (cfr. le sezioni 4.2 e 9.2), nonché alla revisione del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF).

⁶⁶ [Compressing over-the-counter markets; Networks of counterparties in the centrally cleared EU-wide interest rate derivatives market; Syndicated loans and CDS positioning e Discriminatory pricing of over-the-counter derivatives.](#)

La definizione del quadro normativo di Basilea in materia di patrimonio e liquidità

Il 7 dicembre 2017 il Gruppo dei Governatori delle banche centrali e dei Capi della vigilanza del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha approvato un pacchetto di riforme per la definizione di Basilea III. La BCE ha svolto un ruolo attivo nel dibattito sulla definizione di Basilea III e ha partecipato appieno alle analisi di impatto. In prospettiva, sarà essenziale recepire il pacchetto di Basilea III in tutte le giurisdizioni e monitorare lo stato di avanzamento della sua attuazione. A tal proposito, la BCE ritiene importante preservare l'elevato livello di cooperazione internazionale che ha contraddistinto il lavoro svolto successivamente alla crisi, poiché gli standard condivisi a livello mondiale sono essenziali al fine di assicurare la stabilità finanziaria.

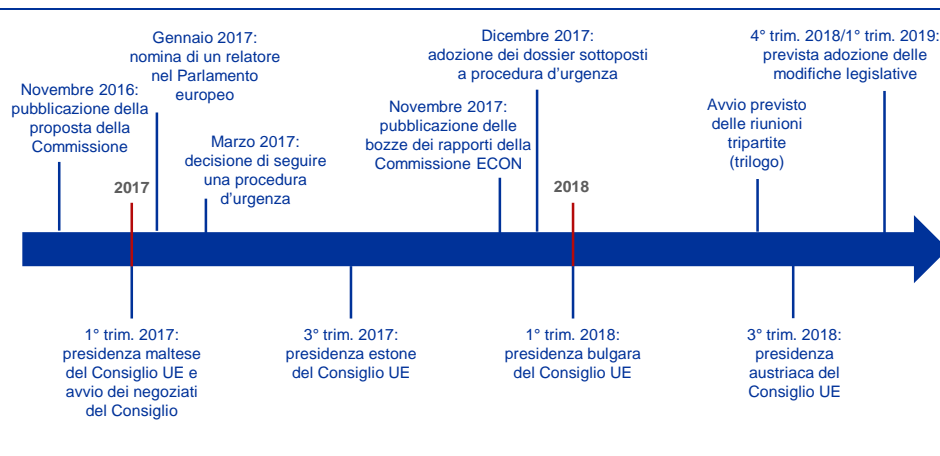
La revisione della regolamentazione micro e macroprudenziale per le banche dell'Unione europea

Il 23 novembre 2016 la Commissione europea ha pubblicato un ampio pacchetto di riforme della regolamentazione bancaria, con l'obiettivo di migliorare ulteriormente la capacità di tenuta del settore bancario e promuovere l'integrazione finanziaria all'interno della UE⁶⁷. La proposta introduce nella legislazione europea elementi chiave del programma di riforma della regolamentazione su scala mondiale. Tali standard internazionali comprendono i requisiti di adeguatezza patrimoniale e di liquidità elaborati dal Comitato di Basilea, quali il coefficiente di finanziamento stabile, il coefficiente di leva finanziaria e la revisione dei requisiti per il portafoglio di negoziazione. Inoltre, la proposta introduce ulteriori modifiche all'assetto di vigilanza in merito a una serie di questioni, fra cui i poteri attribuiti alle autorità di vigilanza (il quadro di secondo pilastro) e le disposizioni sulle deroghe in materia di capitale, sulle imprese madri intermedie, sulle opzioni e le discrezionalità nazionali, sul principio di proporzionalità e sul trattamento dei gruppi di paesi terzi.

⁶⁷ [Proposta di direttiva](#) del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la Direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda le entità esentate, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione finanziaria mista, la remunerazione, le misure e i poteri di vigilanza e le misure di conservazione del capitale; [proposta di regolamento](#) del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda il coefficiente di leva finanziaria, il coefficiente netto di finanziamento stabile, i requisiti di fondi propri e passività ammissibili, il rischio di controparte, il rischio di mercato, le esposizioni verso controparti centrali, le esposizioni verso organismi di investimento collettivo, le grandi esposizioni e gli obblighi di segnalazione e informativa e che modifica il Regolamento (UE) n. 648/2012.

Figura 1

Cronologia degli eventi più importanti



Fonte: BCE.

Nota: ECON indica la Commissione per gli affari economici e monetari del Parlamento europeo.

Nel novembre del 2017 la BCE ha pubblicato il proprio **parere** sulle proposte. Il parere sottolinea l'importanza del recepimento degli standard del Comitato di Basilea all'interno del quadro legislativo dell'UE al fine di garantire condizioni di parità su scala mondiale. La BCE propone inoltre l'introduzione di clausole di revisione per tutti quegli standard che sono ancora oggetto di discussione in seno al Comitato.

Con riferimento alla revisione del quadro di secondo pilastro, la BCE è del parere che la proposta della Commissione, pur perseguendo correttamente un'ulteriore convergenza in materia di supervisione, su alcuni aspetti essenziali delimita in maniera eccessivamente stringente l'azione di vigilanza. È importante che alle autorità di vigilanza sia lasciata sufficiente flessibilità per misurare i rischi, determinare l'ammontare dei requisiti aggiuntivi in materia di fondi propri da imporre a uno specifico istituto creditizio e mantenere potere discrezionale sulla composizione di tali requisiti.

Il pacchetto della Commissione include una serie di proposte che influiscono sulla definizione e il funzionamento dell'assetto macroprudenziale. Le modifiche proposte chiariscono la natura del quadro di secondo pilastro, che è mirato ai singoli enti e non dovrebbe essere utilizzato per fronteggiare rischi sistemici o macroprudenziali. Tali modifiche sono particolarmente rilevanti per la BCE poiché contribuiscono a delineare più chiaramente i compiti e gli strumenti delle autorità micro e macroprudenziali. Tuttavia, la BCE è del parere che l'eliminazione del secondo pilastro dallo strumentario macroprudenziale andrebbe accompagnata da revisioni mirate dell'assetto macroprudenziale e che le autorità macroprudenziali dovrebbero disporre di strumenti adeguati per far fronte con efficacia ai rischi sistemici.

La revisione del quadro normativo per la gestione e la risoluzione delle crisi

La proposta della Commissione sulle riforme della regolamentazione bancaria include diverse modifiche al quadro europeo di risanamento e risoluzione delle crisi, volte ad affinare il sistema attuale e ad affrontare i problemi più salienti prevedendo di: a) modificare il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili (Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities, MREL) e attuare lo standard relativo alla capacità complessiva di assorbimento delle perdite (Total Loss-absorbing Capacity, TLAC) per le banche di rilevanza sistemica globale; b) introdurre due nuovi poteri di moratoria armonizzati, da attribuire rispettivamente all'autorità competente e all'autorità di risoluzione; c) accrescere l'armonizzazione della gerarchia dei crediti tramite l'introduzione di una nuova classe di obbligazioni senior "non preferite", che si colloca al di sotto delle passività senior non garantite, ma al di sopra delle passività subordinate.

I pareri della BCE su vari aspetti delle proposte della Commissione sono stati pubblicati a marzo e a novembre 2017.

Per quanto concerne le modifiche al MREL e l'attuazione del TLAC, per la BCE sono rilevanti i seguenti aspetti: a) l'introduzione di un margine di sicurezza nel requisito MREL e la revoca degli orientamenti sul MREL; b) una distinzione più chiara fra i compiti e i poteri attribuiti all'autorità di risoluzione e all'autorità di vigilanza su questioni specifiche (ad esempio violazioni al MREL o imposizioni di moratorie); c) la proposta di non applicare le restrizioni ai pagamenti discrezionali (Maximum Distributable Amount, MDA) per dodici mesi nel caso in cui sia stato violato il requisito di riserva combinato situato al di sopra del MREL; d) l'introduzione per tutti gli istituti di credito di un idoneo periodo di transizione minimo per ottemperare al MREL, con possibilità di proroga da parte dell'autorità di risoluzione sulla base di una valutazione caso per caso.

Sebbene la proposta della Commissione in merito ai due nuovi poteri di moratoria armonizzati goda di ampio sostegno, nel [parere della BCE](#) dell'8 novembre 2017 vengono proposte ulteriori modifiche all'ambito di applicazione e alla durata della moratoria pre-risoluzione, nonché la separazione fra potere di moratoria e intervento precoce.

Per quanto attiene alle proposte sulla classificazione degli strumenti di debito non garantiti all'interno della gerarchia dei crediti in caso di insolvenza, il [parere della BCE](#) dell'8 marzo 2017 suggerisce l'introduzione di una preferenza generale per i depositanti basata su un approccio con vari livelli, che prevede un terzo livello di priorità per depositi diversi da quelli classificati come preferiti ai sensi della direttiva sul risanamento e sulla risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD).

Nello scenario internazionale, la BCE ha contribuito attivamente alle discussioni del Financial Stability Board (FSB) che hanno portato alla pubblicazione di alcuni principi guida finalizzati ad assistere le autorità nell'attuazione dello standard dell'FSB sul "TLAC interno" (ovvero la capacità di assorbimento delle perdite che le entità di risoluzione devono prevedere per le filiazioni rilevanti), nonché della sesta relazione sull'attuazione delle riforme post-crisi in ambito risoluzione.

I lavori sul completamento dell'unione bancaria

La BCE ha contribuito al dibattito in corso sul completamento dell'unione bancaria. A tal riguardo, la BCE appoggia gli obiettivi di lungo periodo espressi nella [comunicazione della Commissione](#) pubblicata l'11 ottobre 2017.

È importante che vengano realizzati ulteriori e decisivi interventi verso questo obiettivo, così da cogliere i frutti di un'unione bancaria compiuta. In tale contesto, la riduzione del rischio e la ripartizione del rischio dovrebbero andare di pari passo, poiché sono due elementi che si rafforzano vicendevolmente. La BCE partecipa alla discussione sulle misure proposte per la riduzione dei rischi e ha emesso pareri sull'argomento. Oltre a ciò, l'istituzione di un vero e proprio schema europeo di assicurazione dei depositi pienamente funzionante è un elemento indispensabile per un'unione bancaria completa, come sostenuto nel [parere della BCE](#) sull'argomento. Dal punto di vista della BCE è altresì importante predisporre in tempi rapidi uno strumento comune di sostegno (backstop) al Fondo di risoluzione unico e, a tal fine, la stessa BCE fornisce assistenza tecnica al lavoro quantitativo attualmente in corso per stimare la capacità del settore bancario di rimborsare tale strumento. Infine, per quanto riguarda i crediti deteriorati, le azioni intraprese dalla BCE per contribuire alla gestione di questa problematica comprendono, tra l'altro, la pubblicazione di orientamenti per le banche e la richiesta di predisporre un modello per le società di gestione dei crediti deteriorati da adottare a livello nazionale.

La creazione di un quadro normativo per l'attività non bancaria

A livello internazionale la BCE ha contribuito ai lavori inaugurati sotto l'egida del Comitato sul sistema finanziario globale (Committee on the Global Financial System) della Banca dei regolamenti internazionali sul tema del funzionamento del mercato delle operazioni pronti contro termine, fornendo un'analisi approfondita dell'impatto delle riforme regolamentari sui mercati dei pronti contro termine. La BCE ha altresì contribuito in maniera attiva ai lavori dell'FSB e dell'Organizzazione internazionale delle commissioni per i valori mobiliari (International Organization of Securities Commissions, IOSCO), finalizzati ad affrontare le vulnerabilità strutturali derivanti dall'attività di gestione patrimoniale, alla luce dell'importanza sempre maggiore rivestita da questa parte del sistema finanziario e della necessità di ampliare lo strumentario macroprudenziale così da mitigare i rischi per la stabilità finanziaria che si sviluppano al di fuori del settore bancario.

A livello europeo, l'Autorità bancaria europea ha pubblicato un parere sulla definizione e la calibrazione del nuovo quadro di vigilanza prudenziale per le imprese di investimento, che dovrà declinarsi in funzione dei diversi modelli aziendali di tali imprese e dei loro rischi intrinseci. La BCE fornisce sostegno alle attività volte a garantire che il regime prudenziale colga correttamente tutti i rischi rilevanti dal punto di vista della vigilanza prudenziale, nonché qualsiasi rischio sistemico connesso con le imprese di investimento. A tal proposito, nella sua comunicazione dell'11 ottobre 2017 la Commissione ha chiarito la propria

intenzione di proporre che le imprese di investimento di grandi dimensioni che svolgono attività assimilabili all'attività bancaria siano considerate enti creditizi e vengano assoggettate alla vigilanza bancaria europea.

La revisione del Sistema europeo di vigilanza finanziaria

La BCE ha contribuito al dibattito sulla [revisione del Sistema europeo di vigilanza finanziaria](#). A settembre 2017 la Commissione ha adottato un pacchetto di proposte per rafforzarlo. Le proposte modificano i regolamenti che istituiscono le tre autorità europee di vigilanza e il CERS, e introducono modifiche alla direttiva in materia di assicurazione e riassicurazione (Solvency II) e anche al regolamento europeo sulle infrastrutture di mercato (European Market Infrastructure II). La revisione si propone, come obiettivo generale, di garantire una più intensa convergenza delle pratiche di vigilanza fra i vari paesi dell'Unione, di migliorare le strutture di governance e di finanziamento delle autorità europee di vigilanza, di promuovere una maggiore integrazione del mercato, di rafforzare l'efficienza del CERS e di consolidare il coordinamento in materia macroprudenziale. Il 2 marzo 2018 la BCE ha pubblicato la sua [opinione](#) sulla revisione del regolamento sul CERS.

3.4 La funzione microprudenziale della BCE

Per tutto il 2017 la vigilanza bancaria della BCE ha continuato a contribuire alla stabilità del sistema bancario europeo e alla parità di condizioni tra tutte le banche nell'area dell'euro. Queste, pur avendo accresciuto la loro capacità di tenuta nel corso degli ultimi anni, continuano a trovarsi alle prese con importanti criticità.

Gli elevati livelli di crediti deteriorati hanno seguito a rappresentare un grave problema in alcuni paesi dell'area dell'euro. Limitano i profitti e riducono la capacità delle banche di finanziare l'economia. Per questo motivo, risolvere il problema dei crediti deteriorati è stata sin dall'inizio una delle priorità della vigilanza bancaria della BCE, che nel 2017 ha preso importanti iniziative per raggiungere tale obiettivo. A marzo 2017 la vigilanza bancaria della BCE ha pubblicato delle [linee guida qualitative per le banche su come gestire i crediti deteriorati](#). Inoltre, nell'ottica di prevenire l'accumularsi, in futuro, di crediti deteriorati non sufficientemente svalutati, è stato sottoposto a consultazione pubblica nel periodo tra ottobre e dicembre del 2017 un [addendum alle linee guida](#). Il documento definisce, in maniera trasparente, quali siano le aspettative di vigilanza generali della BCE in materia di accantonamenti per i nuovi crediti deteriorati, da utilizzare come base per la valutazione caso per caso delle politiche di accantonamento delle singole banche.

Ulteriori difficoltà derivano dalla decisione del Regno Unito di uscire dall'Unione europea, che avrà un impatto sia sulle banche del Regno Unito sia su quelle dell'area dell'euro. La BCE ha cercato di assicurare che tutte le banche coinvolte dispongano di adeguati piani di emergenza. A tal fine, ha sviluppato orientamenti programmatici su tematiche quali autorizzazioni, modelli interni, governance interna, gestione dei rischi e pianificazione degli interventi di risanamento. In un'ottica di

trasparenza, sul sito Internet della vigilanza bancaria della BCE sono state pubblicate delle [FAQ dettagliate](#) e sono stati organizzati seminari con le banche interessate sia del Regno Unito sia dell'area dell'euro per fornire informazioni sulle aspettative di vigilanza della BCE.

Data l'importanza dei modelli interni ai fini del calcolo dei requisiti di capitale per le banche, nel 2017 la vigilanza bancaria della BCE ha proseguito la sua analisi mirata dei modelli interni (Targeted Review of Internal Models, TRIM). Gli obiettivi del TRIM sono: a) assicurare che i modelli interni utilizzati dalle banche siano conformi agli standard regolamentari; b) armonizzare il trattamento di vigilanza dei modelli interni; c) assicurare che i risultati prodotti dai modelli interni rispecchino i rischi effettivi e non le scelte di modellizzazione operate. Una volta terminato, il TRIM aumenterà la fiducia nell'adeguatezza dei requisiti di capitale delle banche.

Nel 2017 la BCE ha determinato che tre banche di grandi dimensioni dell'area dell'euro erano in dissesto o a rischio di dissesto. Si è trattato dei primi fallimenti di enti significativi dall'avvio del Meccanismo di risoluzione unico (Single Resolution Mechanism, SRM) e il nuovo sistema ha superato il suo primo test. La BCE, il Comitato di risoluzione unico, la Commissione europea e le autorità nazionali di risoluzione hanno cooperato in modo agevole ed efficiente.

Tuttavia, deve ancora essere istituito il terzo pilastro dell'unione bancaria, vale a dire un sistema europeo di assicurazione dei depositi (SEAD). I depositi devono essere tutelati con lo stesso grado di adeguatezza in qualunque parte dell'Unione europea. Questo è un elemento cruciale per un settore bancario a tutti gli effetti europeo.

Informazioni più dettagliate sulla vigilanza bancaria della BCE sono disponibili nel [Rapporto annuale della BCE sulle attività di vigilanza per il 2017](#).

4 Infrastrutture di mercato e pagamenti

L'Eurosistema svolge un ruolo centrale nelle infrastrutture di mercato e nei pagamenti attraverso tre funzioni: gestore, catalizzatore e autorità di supervisione. In qualità di gestore e catalizzatore favorisce l'innovazione e l'integrazione delle infrastrutture di mercato e dei pagamenti in Europa. Grazie al ruolo di autorità di supervisione ne promuove la sicurezza e l'efficienza. In generale, il regolare funzionamento delle infrastrutture di mercato dell'Eurosistema è essenziale per mantenere la fiducia nell'euro e per sostenere le operazioni di politica monetaria. Sempre in relazione a infrastrutture di mercato e pagamenti, l'Eurosistema svolge anche un importante ruolo nell'assicurare la stabilità del sistema finanziario europeo e nello stimolare l'attività economica.

4.1 Innovazione e integrazione delle infrastrutture di mercato e dei pagamenti

Da oltre un decennio l'Eurosistema, in stretta collaborazione con la Commissione europea e il settore privato, si adopera per trasformare quello che fino ad ora è stato uno scenario altamente frammentato nell'ambito delle infrastrutture del mercato finanziario e del settore dei pagamenti in uno scenario più integrato. Tale attività è ancora attuale e richiede ulteriore impegno. L'Eurosistema, tuttavia, è ora giunto a una fase in cui i progressi compiuti sono divenuti tangibili.

Target2, il sistema di regolamento lordo dell'Eurosistema per le operazioni di pagamento in euro, ha fornito un contributo notevole alla promozione del processo di integrazione europea e viene spesso denominato il "sistema di regolamento lordo in tempo reale (real-time gross settlement, RTGS) dell'euro". A novembre 2017 ha raggiunto con successo il decimo anno di attività. Nel 2017 Target2 ha trattato l'89 per cento del valore e il 63 per cento del volume delle operazioni in euro regolate dai sistemi di pagamento all'ingrosso. Ciò lo rende uno dei più grandi sistemi di pagamento al mondo e il leader di mercato in Europa.

L'ultima fase della migrazione a Target2-Securities (T2S) ha segnato il completamento del progetto, che ha rafforzato l'integrazione dell'infrastruttura di mercato europea per il regolamento delle transazioni in titoli, prima notevolmente frammentata. A fine ottobre 2017 su T2S operavano 21 depositari centrali in titoli (central securities depository, CSD) di 20 mercati europei. Dopo l'ultima fase della migrazione, il valore medio giornaliero delle operazioni trattate in T2S ha raggiunto gli 812,02 miliardi di euro, con una media di 556.684 operazioni quotidiane⁶⁸.

Oltre al completamento della migrazione a T2S, l'Eurosistema, nel proprio ruolo di catalizzatore, ha promosso un'attività di armonizzazione dei mercati T2S, contribuendo sensibilmente a rendere il mercato europeo un autentico mercato unico dal punto di vista del post-trading.

L'Eurosistema ha inoltre concordato delle proposte per il raggiungimento di processi operativi e flussi di lavoro armonizzati per la gestione delle garanzie. Il consistente lavoro di armonizzazione ha posto le basi per lo sviluppo di un sistema di gestione delle garanzie dell'Eurosistema (Eurosystem Collateral Management System, ECMS), [progetto che è stato approvato dal Consiglio direttivo](#) della BCE a dicembre 2017. L'ECMS offrirà un sistema armonizzato per le operazioni di costituzione delle garanzie nell'ambito dell'Eurosistema e sostituirà, per le funzioni che potranno essere armonizzate prima dell'avvio, quelli esistenti presso le 19 banche centrali. I cambiamenti all'attuale quadro di riferimento delle garanzie saranno apportati in maniera coerente nell'intera area dell'euro. Il sistema di controllo dei rischi sarà applicato utilizzando i medesimi dati. L'avvio è previsto per novembre 2022.

Mentre l'integrazione del mercato europeo si rafforza, le infrastrutture dei mercati finanziari e i pagamenti sono soggetti a un rapido progresso tecnologico. Per

⁶⁸ Le cifre sono basate sui dati giornalieri raccolti dal 19 settembre al 29 dicembre 2017 e includono operazioni regolate, parzialmente regolate e trasferimenti di liquidità.

preservare l'adeguatezza delle infrastrutture finanziarie dell'Eurosistema per gli anni a venire, il Consiglio direttivo ha stabilito a dicembre 2017 che Target2 e T2S debbano essere accorpati. Questo consolidamento segnerà un'importante evoluzione dei servizi RTGS di Target2: offrirà agli operatori di mercato procedure ottimizzate per la gestione della liquidità nell'Eurosistema, ridurrà i costi operativi e migliorerà la resilienza cibernetica (cfr. il riquadro 8).

Unitamente all'integrazione dei servizi offerti da Target2 e T2S, l'Eurosistema sta sviluppando un servizio paneuropeo in moneta di banca centrale per il regolamento dei pagamenti istantanei. Il servizio Target di regolamento dei pagamenti istantanei (Target instant payment settlement, TIPS), il cui avvio è previsto a novembre 2018, garantirà la possibilità di regolare i pagamenti in maniera istantanea in tutta Europa. Ciò agevolerà ulteriormente l'integrazione e l'innovazione del mercato dei pagamenti al dettaglio in euro.

La creazione dell'Area unica dei pagamenti in euro (Single Euro Payments Area, SEPA) ha uniformato il mercato dei pagamenti al dettaglio in euro con riferimento agli strumenti ordinari di pagamento, gettando pertanto le basi per lo sviluppo di soluzioni innovative. L'Eurosistema, nel proprio ruolo di catalizzatore, ha incessantemente promosso l'integrazione e l'innovazione dei pagamenti al dettaglio europei. Con il patrocinio del Comitato per i pagamenti al dettaglio in euro (Euro Retail Payments Board, ERPB), un consesso di alto livello presieduto dalla BCE che favorisce il dialogo a livello europeo tra fornitori di servizi di pagamento e utenti finali, a novembre 2017 è stato introdotto lo schema di bonifico istantaneo SEPA (SEPA Instant Credit Transfer). Sono inoltre in corso iniziative finalizzate a facilitare i pagamenti da persona a persona tramite dispositivi mobili, i servizi di inizializzazione di pagamento (nel contesto della revisione della [direttiva sui servizi di pagamento PSD2](#)⁶⁹), la standardizzazione delle carte, l'accessibilità ai servizi di pagamento al dettaglio da parte degli utenti e la fatturazione elettronica in tutta Europa.

Sono state sottoposte a ulteriore esame le implicazioni della tecnologia "distributed ledger" (distributed ledger technology, DLT) per le infrastrutture del mercato finanziario europeo. Un gruppo "fintech" interno alla BCE monitora l'analisi sulla potenziale rappresentazione digitale del contante. Sono anche in atto attività a livello di Eurosistema per capire quali ricadute possa avere fintech sui pagamenti, sulle attività di sorveglianza, sull'attuazione della politica monetaria e sui rischi finanziari. Inoltre, è stata condotta un'analisi approfondita sulla possibilità di utilizzare specifiche funzionalità già esistenti di un sistema RTGS in un ambiente DLT in modo sicuro ed efficiente⁷⁰. Sebbene le verifiche abbiano ottenuto risultati promettenti, non è possibile trarre conclusioni dirette riguardo a un eventuale utilizzo in fase di produzione. Un rapporto sul potenziale impatto della DLT sull'armonizzazione del settore post-trading dei titoli e sulla più ampia integrazione dei mercati finanziari

⁶⁹ Le disposizioni della PSD2 sono entrate in vigore a gennaio 2018.

⁷⁰ Cfr. [Payment systems: liquidity saving mechanisms in a distributed ledger environment](#), BCE/Banca del Giappone, settembre 2017, e [BOJ/ECB joint research project on distributed ledger technology](#), BCE/Banca del Giappone, settembre 2017.

dell'UE⁷¹ esamina l'impiego della DLT in ambiti quali la definitività del regolamento, la sicurezza informatica e la reportistica, arricchendo la discussione su come sfruttare tale tecnologia per migliorare l'integrazione dei mercati finanziari.

4.2 Sicurezza delle infrastrutture di mercato e pagamenti

La BCE è il supervisore di competenza di tre sistemi di pagamento di importanza sistemica (systemically important payment systems, SIPS), ossia Target2, Euro1 e Step2, mentre la Banque de France è responsabile della sorveglianza su CORE (FR), il quarto SIPS dell'area dell'euro. L'Eurosistema ha continuato il primo esercizio di valutazione complessiva di tali sistemi rispetto al [regolamento sui SIPS](#). Ha inoltre svolto una valutazione coordinata sui sistemi di pagamento al dettaglio non aventi rilevanza sistemica, così come sui sistemi di carte di pagamento nazionali e internazionali, e avviato l'esercizio di valutazione dello schema di bonifico istantaneo SEPA.

Per quanto attiene a T2S l'Eurosistema, in collaborazione con altre autorità, ha condotto attività di supervisione al momento del suo avvio e ha monitorato la graduale migrazione dei CSD a T2S.

In relazione ai sistemi di regolamento delle transazioni in titoli (SRT), l'Eurosistema è coinvolto nel processo di autorizzazione dei CSD ai sensi del relativo regolamento, in qualità di banca centrale di emissione dell'euro. Ha inoltre elaborato un nuovo regime per determinare l'idoneità degli SRT e dei relativi collegamenti a essere utilizzati nelle operazioni di credito dell'Eurosistema. Il nuovo regime, la cui introduzione è prevista nel 2018, si basa essenzialmente sulla procedura di autorizzazione stabilita dal [regolamento sui CSD](#).

Con riferimento alle controparti centrali (central counterparties, CCP), l'Eurosistema ha continuato a fornire il proprio contributo alle attività dei collegi delle autorità di supervisione istituite ai sensi del Regolamento sulle infrastrutture di mercato europeo (European Market Infrastructure Regulation, EMIR). In particolare, ha supportato le autorità nazionali competenti nei processi autorizzativi riguardanti l'estensione delle attività e dei servizi offerti dalle CCP e i cambiamenti significativi ai loro modelli.

Sul versante regolamentare, a novembre 2017 sono stati pubblicati gli emendamenti al regolamento sui SIPS nonché gli atti giuridici collegati relativi a sanzioni e misure correttive. I principali cambiamenti al regolamento sui SIPS riguardano i requisiti aggiuntivi per mitigare il rischio di liquidità e per la resilienza cibernetica, così come l'assegnazione di ulteriori poteri alle autorità competenti.

Per quanto concerne la regolamentazione dei pagamenti al dettaglio, l'Autorità bancaria europea, in stretta collaborazione con la BCE, ha formulato, tra le altre cose, la proposta di norme tecniche regolamentari (Regulatory Technical Standards,

⁷¹ Cfr. *The potential impact of DLTs on securities post-trading harmonisation and on the wider EU financial market integration*, BCE, settembre 2017.

RTS) relative all'autenticazione forte degli utenti e alla comunicazione sicura nell'ambito della PSD2. Una volta approvate, le misure di sicurezza contenute nelle RTS diverranno applicabili 18 mesi dopo la data di entrata in vigore delle citate norme.

In prospettiva, è previsto un aumento dei rischi posti dai sistemi di compensazione, in particolare dalle CCP, al regolare funzionamento dei sistemi di pagamento. Tali rischi potrebbero, in ultima analisi, compromettere l'obiettivo primario dell'Eurosistema di preservare la stabilità dei prezzi. Con riferimento alle CCP, nel 2017 la Commissione europea ha adottato due proposte di revisione dell'EMIR (cfr. anche le sezioni 3.3 e 9.2). La prima proposta mira a ridurre gli obblighi di segnalazione e compensazione di alcune controparti, in applicazione del principio di proporzionalità; la seconda si propone di migliorare il quadro per l'autorizzazione e la supervisione delle CCP dell'UE e di rafforzare i requisiti applicabili alle CCP di rilevanza sistemica di paesi terzi. Quest'ultimo aspetto è particolarmente importante in considerazione degli ingenti volumi di operazioni in euro compensate da CCP aventi sede nel Regno Unito le quali, a seguito dell'uscita del paese dall'Unione europea, non saranno più soggette al quadro di regolamentazione e supervisione sancito dall'EMIR. La proposta della Commissione europea, se adottata, conferirebbe all'Eurosistema, tra l'altro, un ruolo più significativo nella supervisione delle CCP appartenenti sia all'UE sia a paesi terzi. Per essere in grado di svolgere tale ruolo, è fondamentale che l'Eurosistema disponga dei relativi poteri ai sensi del Trattato e dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea. Il Consiglio direttivo, allo scopo di fornire alla BCE una chiara competenza giuridica nell'ambito della compensazione centralizzata, ha adottato una [raccomandazione](#) per la modifica dell'articolo 22 del citato Statuto.

Riquadro 7

Pagamenti istantanei e innovazione nel settore dei pagamenti al dettaglio

Pagamenti istantanei

Lo schema di bonifici istantanei SEPA (SCT Inst), lanciato a novembre 2017, rappresenta per il mercato dei pagamenti al dettaglio una base comune per l'offerta di prodotti e servizi innovativi che creano valore per i clienti e consentono una maggiore concorrenza tra i fornitori dei servizi di pagamento (payment service providers, PSP). Fin dall'avvio si sono registrati come partecipanti allo schema, cioè come soggetti quanto meno raggiungibili ai fini dei pagamenti SCT Inst, circa 600 fornitori di servizi di pagamento di otto paesi dell'area dell'euro; se ne aggiungeranno altri di altre nazioni nel corso del 2018, del 2019 e successivamente.

Le soluzioni di pagamento al dettaglio basate sullo schema SCT Inst consentono ai clienti (consumatori, imprese e amministrazioni pubbliche) di inviare e ricevere pagamenti elettronici in tutta Europa in meno di 10 secondi. I pagamenti sono immediatamente accreditati sul conto del beneficiario e possono quindi essere istantaneamente utilizzati per effettuare ulteriori transazioni.

In base allo schema SCT Inst potrebbero essere create soluzioni innovative per i pagamenti fra privati, fra privati e imprese da terminale e attraverso canali di commercio elettronico e anche fra imprese. Tali soluzioni innovative includono, ad esempio, pagamenti fra privati da dispositivi mobili

che usano il numero di cellulare del destinatario come proxy per l'IBAN. Queste soluzioni potrebbero essere estese anche alle operazioni tra privati e imprese, ad esempio per il pagamento di servizi forniti a casa dell'utente o presso il punto vendita. Nel commercio elettronico i pagamenti istantanei consentono agli operatori online di sincronizzare la fornitura di beni e servizi con il pagamento. Per le transazioni fra imprese, i pagamenti istantanei migliorano il flusso di cassa e ottimizzano la gestione del capitale circolante. Più in generale, riducono i ritardi nei pagamenti e velocizzano il pagamento delle fatture.

I pagamenti tramite bonifici istantanei non sono soltanto veloci, ma anche sicuri ed efficienti. Lo schema SCT Inst è soggetto alla supervisione dell'Eurosistema. L'infrastruttura di mercato sottostante, anch'essa sottoposta alla supervisione dell'Eurosistema, garantisce che i pagamenti istantanei siano trattati e regolati in maniera sicura ed efficiente in tutta Europa; il regolamento avviene in moneta di banca centrale.

Innovazione nel settore dei pagamenti al dettaglio

Circa l'innovazione nel campo dei pagamenti al dettaglio, è importante distinguere chiaramente tra lo sviluppo di strumenti e soluzioni di pagamento che sono regolamentati dalla legislazione dell'UE e denominati in una valuta che rappresenta un credito nei confronti della banca centrale emittente da un lato e l'emergere di schemi di valute virtuali come il Bitcoin dall'altro. Il termine "valuta virtuale" è una definizione impropria in quanto, a differenza di una valuta vera e propria, una valuta virtuale non costituisce un credito verso l'emittente; inoltre, non si fonda su una chiara base giuridica e non è regolamentata. Pertanto la BCE considera "le valute virtuali" come una mera "rappresentazione digitale di valore"⁷².

Gli utenti dovrebbero essere consapevoli del fatto che il valore delle "valute virtuali" può essere soggetto ad ampie oscillazioni e può essere alimentato dall'attività speculativa. È inoltre opportuno ricordare che, rispetto ad altri strumenti di pagamento digitali, i consumi elettrici di alcune valute virtuali sono molto elevati in quanto l'algoritmo per la verifica delle transazioni richiede una notevole potenza elaborativa e quindi di elettricità.

L'introduzione di pagamenti istantanei nell'area dell'euro accrescerà ulteriormente la competitività e il potenziale innovativo dell'ecosistema dei pagamenti al dettaglio in Europa. Si tratta di strumenti garantiti dalla sicurezza e dalla fiducia riposta nell'euro. Le "valute virtuali", al contrario, possono essere considerate attività speculative e, in quanto tali, soggette a rischi. Esse non sono garantite da un'autorità emittente e pertanto il loro utilizzo come strumento di pagamento, unità di conto e riserva di valore non può essere dato per scontato.

Riquadro 8

La resilienza cibernetica dell'ecosistema finanziario

La digitalizzazione e la globalizzazione hanno dischiuso nuove opportunità per individui, imprese e istituzioni pubbliche di acquisire e gestire informazioni, intrattenere rapporti d'affari e comunicare. Al contempo, l'aumento delle interconnessioni, della complessità del panorama informatico, del numero degli utenti e della quantità di dati presenti sulle piattaforme digitali e nelle reti hanno anche

⁷² Cfr. anche *Virtual currency schemes – a further analysis*, BCE, febbraio 2015.

accresciuto l'esposizione agli attacchi cibernetici. Tali attacchi a danno di banche, infrastrutture del mercato finanziario e fornitori di servizi sono motivo di grave preoccupazione in quanto esercitano un impatto negativo su consumatori e imprese, potrebbero avere ripercussioni sistemiche e sulla stabilità finanziaria e potrebbero finire per compromettere la crescita economica.

La crescente capacità dei responsabili degli attacchi di esplorare nuove opportunità e impiegare nuove tecniche per compromettere i sistemi informativi, sottopone le organizzazioni a continue pressioni per il miglioramento dei controlli di sicurezza. Tali controlli includono la raccolta e l'analisi di informazioni sulle minacce, l'adozione di misure difensive e il potenziamento delle capacità di rilevazione e reazione.

La resilienza operativa e quella cibernetica richiedono particolare attenzione. La prima si riferisce alla capacità di un'organizzazione di anticipare, contrastare, contenere e ripristinare tempestivamente l'interruzione di un servizio. Ciò significa che un'organizzazione è in grado di proseguire la propria attività prima, durante e dopo un incidente, impegnandosi altresì a ridurre al minimo gli impatti che possono manifestarsi durante e in seguito all'interruzione.

La significativa interconnessione del sistema finanziario, sia in termini di relazioni commerciali sia di infrastrutture informatiche di supporto, comporta l'impossibilità di far fronte agli attacchi in maniera isolata. La collaborazione e la cooperazione sono essenziali a livello operativo e strategico. È necessario il coinvolgimento dell'intero ecosistema (infrastrutture dei mercati finanziari, operatori di mercato e fornitori di servizi critici), in particolare nelle aree di scambio informativo, ripristino e test dei sistemi. L'Eurosistema vede con favore la cooperazione a livello europeo in materia di sicurezza cibernetica.

Tra le misure attuate per indirizzare e promuovere la resilienza agli attacchi cibernetici a livello di Eurosistema, le seguenti attività appaiono degne di nota:

1. Promuovere la resilienza cibernetica della BCE

Per la BCE è di assoluta importanza tutelare la riservatezza e l'integrità dei propri dati, nonché salvaguardare la disponibilità dei propri sistemi. Ciò non soltanto comporta l'attuazione di una sana gestione del rischio operativo, di un solido sistema di sicurezza informatica e di robuste capacità tecniche di ripristino, ma anche l'elaborazione di piani di continuità operativa. Tali piani definiscono la maniera in cui, nel caso di attacchi persistenti, la BCE attribuisce priorità a operazioni e risorse, protegge le attività chiave e ristabilisce le varie funzionalità. È stata inoltre istituita una cooperazione sistematica tra le banche centrali volta allo sviluppo di un quadro comune di governo e gestione del rischio informatico, al fine di analizzare costantemente le più recenti evoluzioni in materia di sicurezza informatica e di rispondere a minacce e incidenti.

2. Promuovere la resilienza operativa/cibernetica delle banche (vigilate)

Il Meccanismo di vigilanza unico (MVU) ha introdotto l'obbligo, per le banche vigilate, di segnalare gli incidenti di sicurezza informatica con impatti significativi. Ciò favorisce una migliore comprensione della diffusione mondiale degli incidenti cibernetici che colpiscono le banche. La maggior parte degli aspetti relativi alla sicurezza cibernetica rientrano nella vigilanza sul rischio informatico svolta in ambito MVU: vigilanza cartolare e valutazione dei rischi, indagini tematiche e orizzontali relative a specifici ambiti (sicurezza cibernetica, esternalizzazione di servizi informatici, qualità dei dati, ecc.) e ispezioni mirate (su aree di rischio informatico in generale, ma anche focalizzate sulla sicurezza informatica e sui rischi cibernetici). Sono allo studio iniziative per definire

linee guida sulle aspettative dell'MVU in materia di rischio informatico degli enti significativi vigilati. L'MVU collabora inoltre attivamente con le omologhe autorità di vigilanza in tutto il mondo, e in particolare a livello europeo, attraverso la condivisione delle migliori prassi e l'allineamento delle politiche.

3. Assicurare la resilienza cibernetica delle infrastrutture dei mercati finanziari

La strategia dell'Eurosistema di resilienza cibernetica per le infrastrutture dei mercati finanziari si basa su tre pilastri: livello di preparazione di tali infrastrutture, capacità di tenuta settoriale e collaborazione strategica tra l'autorità di regolamentazione e l'industria. All'interno del primo pilastro, l'Eurosistema è impegnato nell'attuazione di un metodo armonizzato di valutazione dei sistemi di pagamento dell'area dell'euro sulla base dei principi contenuti nella "Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures" del Comitato per i pagamenti e le infrastrutture di mercato (Committee on Payments and Market Infrastructures, CPMI) e dell'Organizzazione internazionale delle commissioni per i valori mobiliari (International Organization of Securities Commissions, IOSCO). L'Eurosistema sta inoltre sviluppando un insieme di strumenti che gli operatori delle infrastrutture dei mercati finanziari possono utilizzare per rafforzare la loro postura di resilienza cibernetica, come ad esempio, un modello di riferimento europeo per lo svolgimento di "red team testing"⁷³. Tale modello, il cui varo è previsto nel 2018, punta a garantire la standardizzazione e il riconoscimento reciproco delle attività di test nell'ambito dell'UE, così che le infrastrutture dei mercati finanziari non siano sottoposte ad analoghi test in ciascuno Stato membro e/o da più autorità competenti. Nell'ambito del secondo pilastro, l'Eurosistema si propone di migliorare le capacità collettive di resistenza agli attacchi informatici del settore finanziario attraverso collaborazioni tra diversi paesi e autorità, condivisione delle informazioni, mappatura del settore ed esercizi di continuità operativa a livello dell'intero mercato. Nel quadro del terzo pilastro, è stata istituita una sede di confronto tra operatori di mercato, autorità competenti e fornitori di servizi per la sicurezza informatica. Tale consesso ha l'obiettivo di instaurare un clima di fiducia e collaborazione tra i partecipanti e di favorire iniziative congiunte per accrescere competenze e capacità del settore.

La capacità di resilienza cibernetica dell'intero ecosistema finanziario richiede l'impegno congiunto di istituzioni, infrastrutture e autorità, anche se la responsabilità ultima di assicurare tale capacità ricade sulle rispettive istituzioni finanziarie e infrastrutture dei mercati finanziari.

⁷³ "Red team testing" è un'espressione derivante dal gergo militare, utilizzata per indicare un contingente incaricato di penetrare nelle installazioni "amiche" allo scopo di verificarne le misure di sicurezza. Nel contesto della resilienza cibernetica, si riferisce a un esercizio che simula tattiche, tecniche e procedure di attaccanti reali e cerca di prendere di mira persone, processi e tecnologie di una infrastruttura del mercato finanziario o di un'impresa per testarne le capacità di difesa, rilevazione e risposta.

5 Servizi finanziari forniti ad altre istituzioni

5.1 Gestione delle operazioni di assunzione ed erogazione di prestiti

La BCE è responsabile della gestione delle operazioni di assunzione e concessione di prestiti dell'UE nell'ambito del [meccanismo di sostegno finanziario a medio termine](#) (Medium-Term Financial Assistance facility, MTFA)⁷⁴ e del [meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria](#) (European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM)⁷⁵. Nel 2017 la BCE ha curato il pagamento degli interessi sui prestiti erogati in base al quadro dell'MTFA. Al 31 dicembre 2017 l'importo totale in essere nell'ambito di tale meccanismo ammontava a 3,05 miliardi di euro. Nel 2017 la BCE ha altresì curato vari versamenti e pagamenti degli interessi in relazione ai prestiti erogati nel quadro dell'EFSM. Al 31 dicembre 2017 l'importo totale in essere nell'ambito di tale meccanismo ammontava a 46,8 miliardi di euro.

Analogamente, la BCE è responsabile della gestione delle operazioni di pagamento connesse alle operazioni effettuate nell'ambito del Fondo europeo per la stabilità finanziaria ([European Financial Stability Facility, EFSF](#))⁷⁶ e del Meccanismo europeo di stabilità ([European Stability Mechanism, ESM](#))⁷⁷. Nel 2017 la BCE ha curato vari pagamenti di interessi e commissioni in relazione ai prestiti erogati nel quadro dell'EFSF. La BCE si è altresì occupata dei contributi dei membri dell'ESM e di vari pagamenti di interessi e commissioni in relazione ai prestiti erogati nel quadro di questo meccanismo.

Infine, la BCE è responsabile del trattamento di tutti i pagamenti relativi all'accordo di prestito a favore della Grecia⁷⁸. Al 31 dicembre 2017 l'importo totale in essere nell'ambito di tale accordo ammontava a 52,9 miliardi di euro.

5.2 I servizi di gestione delle riserve offerti dall'Eurosistema

Nel 2017 è proseguita l'offerta di un'ampia gamma di servizi finanziari in applicazione del quadro di riferimento per i servizi di gestione delle riserve offerti

⁷⁴ Ai sensi dell'articolo 141, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea e degli articoli 17, 21.2, 43.1 e 46.1 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea (di seguito, "Statuto del SEBC"), nonché dell'articolo 9 del Regolamento (CE) n. 332/2002 del Consiglio, del 18 febbraio 2002.

⁷⁵ Ai sensi degli articoli 122, paragrafo 2, e 132, paragrafo 1, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, degli articoli 17 e 21 dello Statuto del SEBC, nonché dell'articolo 8 del Regolamento (UE) n. 407/2010 del Consiglio, dell'11 maggio 2010.

⁷⁶ Ai sensi degli articoli 17 e 21 dello Statuto del SEBC (in combinato disposto con l'articolo 3, paragrafo 5, dell'accordo quadro per l'EFSF).

⁷⁷ Ai sensi degli articoli 17 e 21 dello Statuto del SEBC (in combinato disposto con l'articolo 5.12.1 dei termini generali dell'ESM per gli accordi sullo strumento di assistenza finanziaria).

⁷⁸ Nell'ambito dell'accordo di prestito che coinvolge da un lato, in qualità di prestatori, gli Stati membri che hanno adottato l'euro (diversi dalla Grecia e dalla Germania) e la Kreditanstalt für Wiederaufbau (che agisce nell'interesse pubblico, in base alle istruzioni e beneficiando della garanzia della Repubblica federale tedesca) e, dall'altro, la Repubblica ellenica in qualità di debitore e la Bank of Greece come suo agente, nonché in conformità con gli articoli 17 e 21.2 dello Statuto del SEBC e l'articolo 2 della [Decisione BCE/2010/4](#), del 10 maggio 2010.

dall'Eurosistema (Eurosystem Reserve Management Services, ERMS), istituito nel 2005, per la gestione delle riserve denominate in euro dei clienti. Diverse banche centrali nazionali dell'Eurosistema (Eurosystem service providers) offrono l'intera gamma di tali servizi, sulla base di condizioni armonizzate e in linea con gli standard generali di mercato, a banche centrali, autorità monetarie, agenzie governative non appartenenti all'area dell'euro e organizzazioni internazionali. La BCE svolge un ruolo di coordinamento generale, promuovendo l'ordinato funzionamento di tale assetto, e riferisce al Consiglio direttivo.

Il numero di clienti che hanno usufruito dei servizi ERMS è stato pari a 278 nel 2017, a fronte di 286 nel 2016. Con riferimento ai servizi stessi, nel corso del 2017 le attività totali aggregate (incluse attività liquide e titoli) gestite nell'ambito dell'ERMS sono aumentate di circa il 7 per cento rispetto a fine 2016.

6 Le banconote e le monete

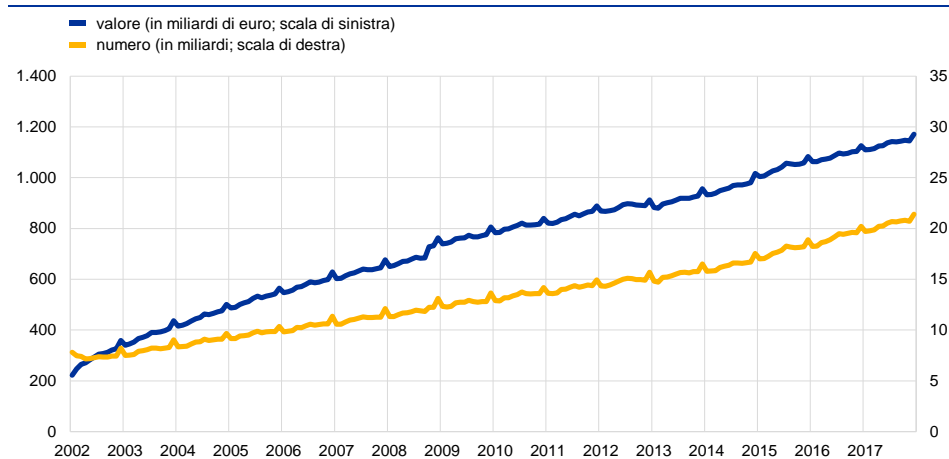
La BCE e le banche centrali nazionali (BCN) dell'area dell'euro sono responsabili per l'emissione delle banconote in euro all'interno dell'area e per il mantenimento della fiducia nella moneta.

6.1 La circolazione delle banconote e delle monete

Nel 2017 il volume e il valore delle **banconote in euro in circolazione** sono aumentati rispettivamente di circa il 5,9 e il 4,0 per cento. Alla fine dell'anno le banconote in euro in circolazione ammontavano a 21,4 miliardi, per un valore complessivo di 1.171 miliardi di euro (cfr. grafici 30 e 31). Nel 2017, il taglio da 100 euro ha registrato l'incremento più consistente su base annua, pari al 7,9 per cento. Le banconote da 50 euro hanno registrato ancora una crescita dinamica, al 6,4 per cento, benché inferiore rispetto all'anno precedente.

Grafico 30

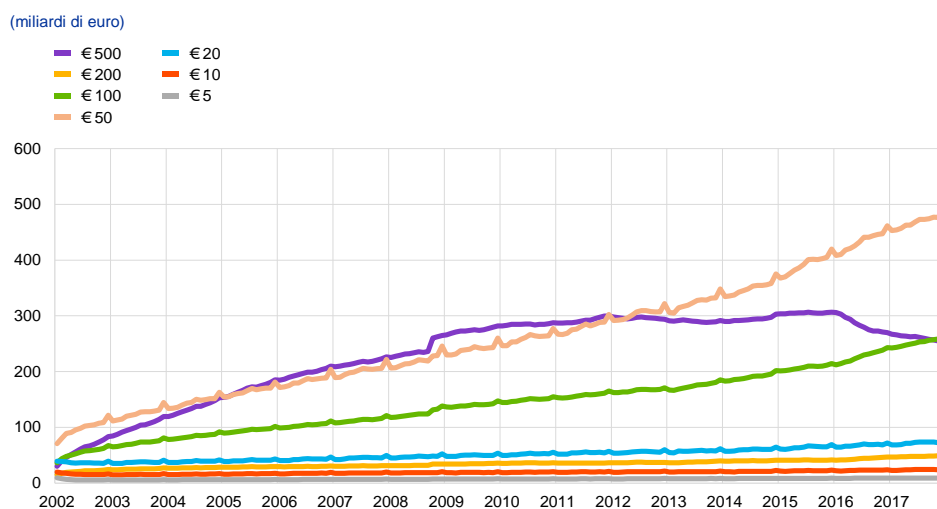
Numero e valore delle banconote in euro in circolazione



Fonte: BCE.

Grafico 31

Valore delle banconote in euro in circolazione per taglio



Fonte: BCE.

A seguito della decisione di interrompere l'emissione di banconote da 500 euro con il completamento della serie ES2, la circolazione di questo taglio nel 2017 è ulteriormente diminuita. Questo calo è stato in parte compensato da una maggiore domanda di biglietti da 200, 100 e 50 euro.

Si stima che, in termini di valore, circa un terzo delle banconote in euro in circolazione sia detenuto al di fuori dell'area dell'euro. Si tratta soprattutto dei tagli maggiori, che sono detenuti principalmente nei paesi confinanti e sono utilizzati come riserva di valore e per il regolamento delle transazioni sui mercati internazionali.

La produzione di banconote in euro è ripartita tra le BCN dell'area, alle quali nel 2017 è stato assegnato un volume complessivo di 5,72 miliardi di biglietti.

Nel 2017 il numero totale di monete in euro in circolazione è aumentato del 4,2 per cento, raggiungendo 126,0 miliardi a fine anno. Il valore delle monete in circolazione è stato pari a 28,0 miliardi di euro a fine 2017, con un incremento del 4,0 per cento rispetto alla fine del 2016.

Nel 2017 le BCN dell'area dell'euro hanno controllato l'autenticità e l'idoneità alla circolazione di circa 32,3 miliardi di banconote, ritirandone dalla circolazione circa 6,1 miliardi. L'Eurosistema inoltre ha continuato ad adoperarsi a sostegno dei produttori di apparecchiature per le banconote, al fine di garantire che esse soddisfino i requisiti stabiliti dalla BCE in termini di verifica dell'autenticità e dell'idoneità delle banconote in euro prima della loro reintroduzione in circolazione. Nel 2017, utilizzando tali dispositivi, gli istituti di credito e gli altri gestori professionali di contante hanno controllato l'autenticità e l'idoneità di circa 36 miliardi di banconote in euro.

Riquadro 9

L'utilizzo del contante da parte delle famiglie nell'area dell'euro

L'aumento di pagamenti tramite carta e l'introduzione di metodi alternativi di pagamento sembrano mettere in discussione il futuro del contante e la sua rilevanza nella società. Tuttavia, sebbene le banconote e le monete in euro siano in circolazione da 15 anni, non si sa molto sull'utilizzo effettivo del contante da parte delle famiglie. Per questo motivo, la BCE ha condotto uno studio approfondito⁷⁹ per analizzare l'utilizzo di contante, carte e altri strumenti di pagamento presso i punti vendita⁸⁰ da parte dei consumatori dell'area dell'euro nel 2016. Lo studio si basa sui risultati di un'indagine estesa a tutti i paesi dell'area dell'euro con l'eccezione di Germania e Paesi Bassi, che hanno condotto indagini simili in maniera autonoma, rispettivamente nel 2014 e nel 2016. I risultati di tali indagini sono stati integrati nell'indagine della BCE per presentare una stima del numero e del valore dei pagamenti di tutti i 19 paesi dell'area dell'euro.

In termini di numero di transazioni, nel 2016 il 79 per cento delle operazioni di pagamento presso i punti vendita nell'area dell'euro sono state effettuate in contanti, il 19 per cento tramite carte e il 2 per cento attraverso altri strumenti quali assegni, bonifici o pagamenti tramite cellulare. In termini di valore delle transazioni, il 54 per cento delle operazioni presso i punti vendita sono state effettuate in contanti, il 39 per cento tramite carte e il 7 per cento attraverso altri strumenti di pagamento (ad esempio assegni). Tuttavia è evidente che le modalità di pagamento variano profondamente da paese a paese, con riferimento sia al numero che al valore delle operazioni (cfr. grafico A).

⁷⁹ Cfr. Esselink, H. e Hernández, L., "The use of cash by households in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 201, BCE, novembre 2017.

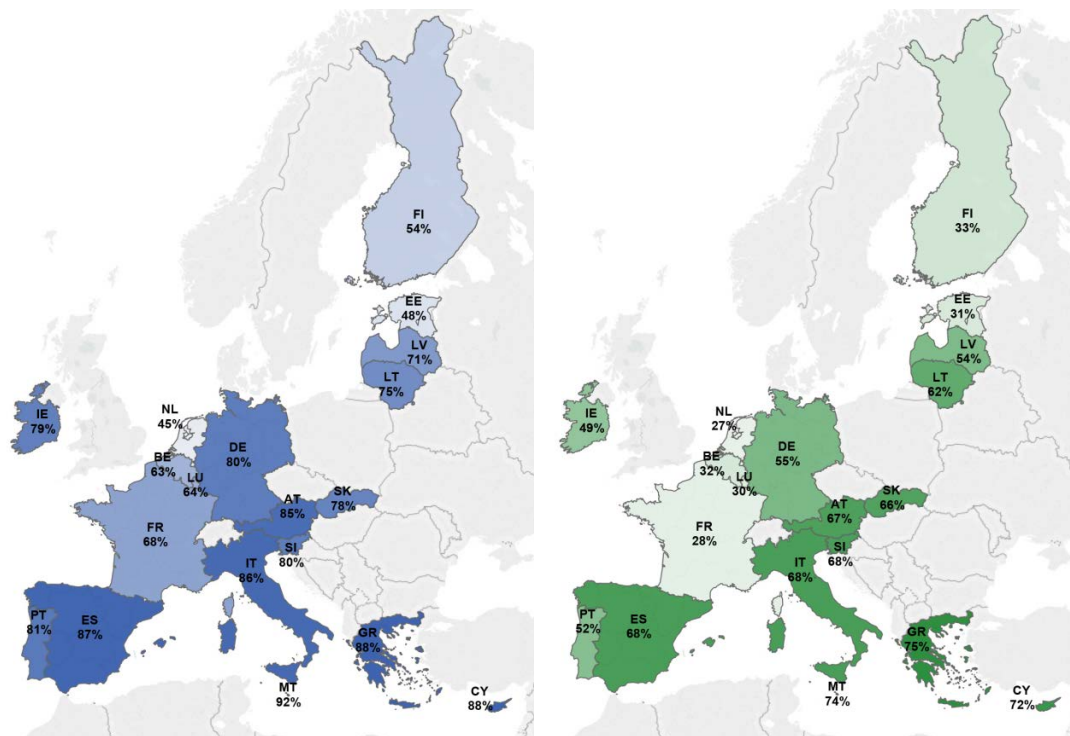
⁸⁰ I punti vendita sono tutti i luoghi fisici in cui i consumatori possono acquistare prodotti o servizi (cfr. grafico B).

Grafico A

Quota delle operazioni in contanti presso i punti vendita per paese

(numero di operazioni)

(valore delle operazioni)



Fonti: BCE, Deutsche Bundesbank e De Nederlandsche Bank.

Nell'area dell'euro, il contante è stato lo strumento di pagamento più diffuso per le operazioni fino a 45 euro. Le carte sono risultate il mezzo di pagamento utilizzato più spesso per importi superiori a 45 euro. Tuttavia, soltanto il 9 per cento di tutti i pagamenti registrati aveva un valore superiore ai 45 euro. In effetti, i risultati mostrano che i consumatori hanno speso in media solo 18 euro per ciascun pagamento effettuato presso un punto vendita usando contanti, carte o altri metodi di pagamento. Oltre un terzo dei pagamenti erano persino inferiori ai 5 euro e due terzi erano inferiori ai 15 euro.

La maggior parte delle operazioni, ovvero il 48 per cento, ha avuto luogo in negozi, per oggetti di uso comune, seguiti da ristoranti, bar o caffè con il 21 per cento, stazioni di servizio con l'8 per cento e negozi di beni durevoli con il 6 per cento (cfr. grafico B). Il fatto che la maggior parte delle operazioni sia avvenuta in luoghi dove i pagamenti in contanti rappresentano tra l'80 e il 90 per cento del totale dei pagamenti, oltre al fatto che due terzi di tutte le operazioni hanno riguardato importi inferiori ai 15 euro, può in parte spiegare come mai il contante è più usato di quanto spesso si creda.

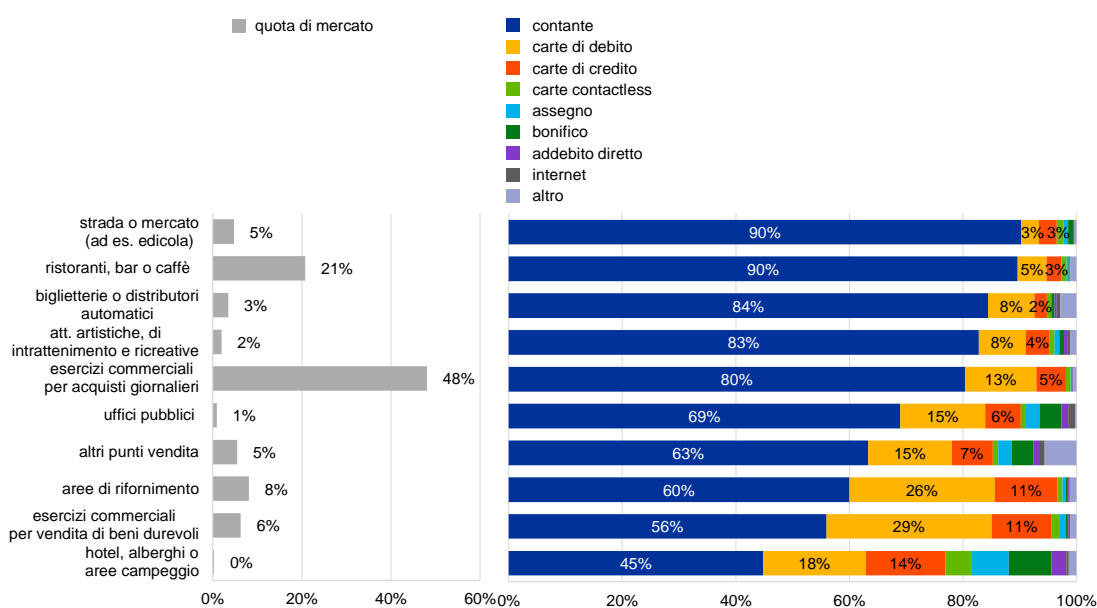
Il grafico B mostra che il 5 per cento di tutti i pagamenti è stato effettuato presso altri punti vendita. In genere, questo dato si riferisce al settore dei servizi: ad esempio, parrucchieri, lavanderie a secco e servizi idraulici, riparazioni di auto e biciclette o i servizi domestici. Per alcuni paesi, il dato include anche pagamenti che, in altri paesi, sarebbero generalmente effettuati attraverso metodi di pagamento a distanza, come bonifici e addebiti diretti. Questi sono principalmente pagamenti ricorrenti, quali affitti, utenze e polizze assicurative, ma anche pagamenti per la distribuzione domestica di carburante o gas, o per servizi medici. Secondo

un'indagine condotta su questo tipo di pagamenti, in media nell'area dell'euro (ad eccezione della Germania) il 6 per cento degli affitti, il 13 per cento delle utenze elettriche e il 31 per cento delle fatture mediche vengono pagate in contanti. In linea generale, si può concludere che nei paesi in cui la quota di pagamenti in contanti è alta rispetto al totale, i pagamenti ricorrenti sono più frequentemente effettuati in contanti.

Grafico B

Quote di mercato dei principali strumenti di pagamento impiegati presso i punti vendita – numero di operazioni

(valori percentuali)



Fonti: BCE, Deutsche Bundesbank e De Nederlandsche Bank.

In generale, i risultati indicano che l'uso del contante presso i punti vendita è ancora diffuso in molti paesi dell'area dell'euro. Questo sembra contraddire la percezione che metodi di pagamento alternativi si stiano sostituendo al contante. In effetti, tra gli strumenti di pagamento preferiti figurano il contante per il 32 per cento e carte o altri strumenti alternativi per il 43 per cento, mentre il 25 per cento degli intervistati non ha espresso preferenze. Questa discrepanza fra preferenze e comportamenti effettivi è spiegata almeno in parte dal fatto che le persone sembrano ricordare principalmente i pagamenti di importo rilevante, che effettuano più sporadicamente, e tendono a dimenticare la frequenza con la quale effettuano operazioni di importo ridotto con il contante.

6.2 Contraffazione delle banconote in euro

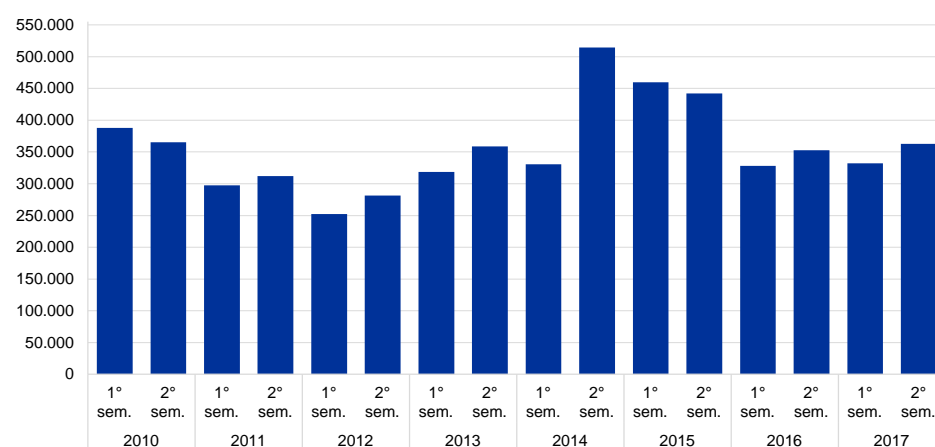
Il numero totale di banconote in euro contraffatte è lievemente aumentato nel 2017, con circa 694.000 falsi ritirati dalla circolazione. Rispetto al numero di biglietti autentici in circolazione, la quota di falsi è molto contenuta. Il grafico 32 mostra l'andamento di lungo periodo del numero di falsi ritirati dalla circolazione.

L'attività di contraffazione tende a concentrarsi sui tagli da 20 e 50 euro, che nel 2017 hanno rappresentato congiuntamente più dell'85 per cento di tutti i falsi sequestrati. La quota di biglietti falsi da 20 euro è diminuita.

La BCE rinnova ai cittadini la raccomandazione di continuare a prestare attenzione ai rischi di frode, di rammentare il metodo basato sulle tre parole chiave “**toccare-guardare-muovere**”, e di non affidarsi a una sola caratteristica di sicurezza. Inoltre, con frequenza regolare si organizzano corsi di formazione per i gestori professionali di contante, in Europa e altrove, e viene divulgato materiale informativo aggiornato a sostegno della lotta alla contraffazione condotta dall'Eurosistema. La BCE collabora inoltre con l'Europol, l'Interpol e la Commissione europea nel perseguimento di tale obiettivo.

Grafico 32

Numero di banconote in euro contraffatte ritirate dalla circolazione



Fonte: BCE.

6.3 La seconda serie di banconote in euro

La nuova banconota da 50 euro è entrata in circolazione il 4 aprile 2017. L'introduzione della nuova banconota rappresenta il passo più recente nell'impegno a rendere ancor più sicuri i biglietti in euro. Dopo le banconote da 5, 10 e 20 euro, quella da 50 euro è il quarto taglio della seconda serie, nota come **serie Europa**, a essere introdotto. Il nuovo biglietto presenta caratteristiche di sicurezza più avanzate, fra cui il “numero verde smeraldo”, che produce un effetto luminoso che si sposta in senso verticale quando la banconota viene inclinata, cambiando inoltre colore, e una “finestra con ritratto”, caratteristica innovativa adottata per la prima volta nella banconota da 20 euro della serie Europa. Guardando la banconota in controluce, la finestra nella parte superiore dell'ologramma rivela in trasparenza il ritratto di Europa (una figura della mitologia greca), visibile su entrambi i lati del biglietto. Il ritratto appare anche in filigrana.

Si prevede che i nuovi biglietti da 100 e 200 euro, gli ultimi due tagli della serie Europa, saranno messi in circolazione contemporaneamente, nella prima metà del 2019. A seguito di un riesame della scala dei tagli delle banconote in euro, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di escludere la banconota da 500 euro dalla serie Europa, tenendo conto dei timori circa la possibilità che tale banconota possa agevolare le attività illecite. La BCE e le BCN dell'area dell'euro porteranno avanti una campagna di informazione, sia per il pubblico sia per i gestori professionali del contante, sull'introduzione delle nuove banconote da 100 e 200 euro, entrambe dotate di nuove caratteristiche di sicurezza. La campagna includerà anche un richiamo all'interruzione dell'emissione del taglio da 500 euro che, alla luce del ruolo internazionale dell'euro e dell'ampia fiducia di cui godono le banconote in euro, continuerà come gli altri tagli ad avere corso legale e potrà quindi essere ancora utilizzato come mezzo di pagamento e riserva di valore. Tutte le banconote della prima serie (incluse quelle da 500 euro) manterranno sempre il loro valore e potranno essere cambiate senza limiti di tempo presso le BCN dell'area.

La BCE e le BCN dell'area dell'euro continueranno ad assistere gli operatori del settore delle apparecchiature per il trattamento delle banconote nella preparazione al lancio dei nuovi tagli da 100 e 200 euro.

7 Statistiche

La BCE, assistita dalle banche centrali nazionali (BCN), sviluppa, raccoglie, redige e pubblica un ampio insieme di statistiche a supporto della politica monetaria dell'area dell'euro, delle funzioni di vigilanza della BCE, di vari altri compiti del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) nonché delle funzioni del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS). Tali statistiche sono utilizzate anche da autorità pubbliche, operatori dei mercati finanziari, mezzi di informazione e dal pubblico in generale. Nel 2017 la produzione periodica di statistiche relative all'area dell'euro da parte del SEBC ha continuato a svolgersi in maniera ordinata e tempestiva. Inoltre, il SEBC ha profuso notevoli sforzi per soddisfare le nuove richieste di dati tempestivamente disponibili, di elevata qualità e maggiormente disaggregati a livello di singolo paese, settore e strumento.

7.1 Statistiche nuove e più esaustive

Nel 2017 la BCE ha iniziato a pubblicare statistiche sui mercati monetari in euro elaborate a partire da dati granulari raccolti sulla base del [Regolamento BCE/2014/48](#). Queste statistiche riguardano il segmento non garantito del mercato e comprendono l'ammontare totale delle quantità scambiate e il tasso medio ponderato nel periodo di mantenimento delle riserve nonché i volumi medi giornalieri durante lo stesso, disaggregati per settore controparte, tipo di transazione e scadenza (63 nuove serie). La pubblicazione di tali statistiche è volta ad accrescere la trasparenza di mercato e pertanto a migliorare il funzionamento del mercato monetario.

Conformemente al [Regolamento BCE/2014/50](#), la BCE ha anche iniziato a pubblicare statistiche sulle compagnie di assicurazione; tali statistiche, che riportano i bilanci delle compagnie di assicurazione dell'area dell'euro, sono aggiornate trimestralmente.

Nel 2017 il SEBC ha stabilito norme chiare per la pubblicazione dei tassi di interesse applicati dalle IFM e dei volumi da esse gestiti, garantendo la diffusione a livello SEBC di statistiche sui tassi di interesse delle IFM nazionali (statistiche MIR) adeguate e comparabili. Ciò ha comportato un incremento di 1.840 unità nel numero di serie MIR pubblicamente disponibili nello [Statistical Data Warehouse della BCE](#).

A novembre 2017 l'insieme di dati bancari consolidati pubblicamente disponibili è stato notevolmente ampliato con nuove voci relative a bilanci, redditività, qualità degli attivi, liquidità e adeguatezza patrimoniale.

La BCE ha inoltre iniziato a pubblicare dati aggregati sui bilanci delle società finanziarie dell'area dell'euro impegnate nell'erogazione di credito alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro. Tali dati sono pubblicati con frequenza annuale e, per alcuni paesi, trimestrale. Sono disponibili sia le consistenze sia le differenze nelle consistenze corrette per le riclassificazioni.

La banca dati macroprudenziale (Macroprudential Database, MPDB) è stata arricchita con una nuova serie di indicatori concernenti principalmente il settore bancario, portando quindi il numero di indicatori disponibili a più di 300. Si sta inoltre lavorando a un'ulteriore espansione della banca dati, in particolare laddove vi siano delle lacune nei dati.

7.2 Altri sviluppi in ambito statistico

Un nuovo regolamento BCE disciplinerà gli obblighi di segnalazione per tutti i fondi pensione residenti nell'area dell'euro e rientranti nella definizione statistica indicata nel regolamento stesso. Il [regolamento BCE sugli obblighi di segnalazione statistica dei fondi pensione](#) porrà rimedio alle carenze attualmente esistenti nelle statistiche pubblicate trimestralmente da giugno 2011, in particolare alla limitata diffusione dei dati sulle transazioni dovuta alla scarsa qualità di questi ultimi. I nuovi dati saranno quindi di maggior supporto alle analisi monetarie e finanziarie del SEBC e al contributo che esso fornisce alla stabilità del sistema finanziario.

Durante il periodo di stesura sono stati tenuti diversi incontri con l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) e il settore dei fondi pensione rappresentato da PensionsEurope. Il regolamento prevede la raccolta armonizzata dei dati relativi alle attività e alle passività dei fondi pensione disaggregate per controparte geografica, settore e scadenza. I dati sugli stock e sulle transazioni saranno prodotti su base trimestrale. A seguito dell'esito di una [consultazione pubblica](#) svoltasi tra la fine di luglio e la fine di settembre 2017 e della risposta della Commissione europea, all'inizio del 2018 è stato presentato al

Consiglio direttivo un progetto di regolamento aggiornato. Il regolamento è stato adottato dal Consiglio direttivo il 26 gennaio 2018 e pubblicato sulla Gazzetta ufficiale il 17 febbraio. La segnalazione delle nuove statistiche alla BCE inizierà dal 2019.

Il 21 settembre 2017 la BCE ha annunciato che entro il 2020 pubblicherà il tasso di interesse overnight sui depositi privi di garanzia, sulla base dei dati raccolti ai sensi del regolamento relativo alle statistiche sui mercati monetari. Tale tasso si aggiungerebbe ai benchmark esistenti sviluppati dal settore privato e fungerebbe da tasso di riferimento alternativo. Nei prossimi due anni la BCE provvederà alla definizione delle caratteristiche essenziali del tasso di interesse, allo sviluppo della metodologia di calcolo e alla verifica della robustezza del parametro. Nel corso di tale periodo la BCE garantirà una comunicazione trasparente anche grazie a consultazioni pubbliche.

Nel 2017 i controlli di qualità sulle statistiche MIR sono stati rafforzati grazie a: a) una serie di migliori prassi e un documento di orientamento sullo svolgimento dei controlli di qualità; b) la prima indagine del SEBC sui problemi legati alla qualità dei dati locali delle BCN, che sarà aggiornata su base biennale; e c) un quadro di riferimento migliorato per la conformità delle statistiche sui tassi di interesse delle IFM. Per riflettere i miglioramenti di cui sono state oggetto tali statistiche negli ultimi anni, a gennaio 2017 sul sito Internet della BCE è stata pubblicata una versione aggiornata del manuale sulle statistiche MIR⁸¹.

L'attività di aggiornamento del [regolamento BCE relativo alle statistiche sui pagamenti](#) è stata avviata nel 2017. Scopo dell'esercizio è migliorare le segnalazioni statistiche nel campo dei pagamenti per far sì che le statistiche continuino a rispondere agli obiettivi per cui sono state elaborate. Tale analisi terrà conto dei recenti sviluppi nella legislazione europea applicabile nonché delle ultime innovazioni nel mercato dei pagamenti al dettaglio.

L'approccio di lungo termine adottato dal SEBC e dal Comitato per le statistiche relativamente alla raccolta di dati da parte delle banche è volto a standardizzare e integrare, per quanto possibile, gli attuali quadri di riferimento in materia di statistiche fra diversi ambiti e paesi. Ciò dovrebbe ridurre gli oneri di segnalazione a carico delle banche, agevolare l'automazione nell'elaborazione di basi dati sempre più ampie e granulari e migliorare la qualità dei dati stessi. Le due principali iniziative avviate sono il dizionario per le segnalazioni integrate delle banche (Banks' Integrated Reporting Dictionary, BIRD)⁸² e il quadro di riferimento europeo per le segnalazioni (European Reporting Framework, ERF). Nel 2017, con la descrizione dei requisiti di AnaCredit e delle statistiche sulle disponibilità in titoli, è stata conclusa la fase pilota del progetto BIRD, che fornisce alle banche definizioni standard e regole di trasformazione volte ad assisterle nella loro attività di segnalazione alle autorità. È stata inoltre avviata la fase successiva che prevede l'inclusione dei requisiti per le segnalazioni finanziarie previste dall'Autorità bancaria europea (ABE).

⁸¹ Cfr. [Manual on MFI interest rate statistics](#), BCE, gennaio 2017.

⁸² Per ulteriori informazioni cfr. [il sito Internet del dizionario BIRD](#).

Il sistema BIRD viene reso disponibile come “bene pubblico” alle banche e a tutti i soggetti interessati (ad esempio aziende che sviluppano pacchetti software per la rendicontazione finanziaria) e la sua adozione avviene su base volontaria. Quanto al quadro di riferimento europeo per le segnalazioni, che nel tempo dovrebbe integrare l’attività di segnalazione svolta in vari ambiti e paesi, la preparazione di un’analisi costi/benefici è stata avviata nel 2017 nell’ottica di valutarne l’impatto dal lato della domanda e dell’offerta, in stretta collaborazione con il settore bancario e tutti i soggetti interessati.

La capacità dell’anagrafe delle istituzioni finanziarie (Register of Institutions and Affiliates Database, RIAD) del SEBC è in corso di ampliamento al fine di includervi le informazioni necessarie a sostenere il progetto AnaCredit (ad esempio informazioni sulle società non finanziarie) e a soddisfare le esigenze di altri utenti del SEBC e della vigilanza bancaria europea. Il sistema RIAD consente di raccogliere in un unico strumento tutte le informazioni rilevanti, in quanto rappresenta il principale elemento di collegamento fra le diverse basi dati granulari esistenti, come la banca dati delle statistiche sulle disponibilità in titoli (Securities Holdings Statistics Database, SHSDB), l’archivio centralizzato sui titoli (Centralised Securities Database, CSDB) e AnaCredit. Inoltre, alla fine del primo trimestre del 2018 è stato ultimato l’ampliamento del sistema RIAD e nel trimestre successivo sarà completata la stesura di un apposito indirizzo in materia da parte della BCE.

A giugno 2017 la Direzione Generale Statistiche ha creato una nuova struttura organizzativa, aprendo così la strada alla razionalizzazione della produzione di microdati su una scala molto più ampia rispetto al passato e a progressi nella produzione di statistiche macroeconomiche di elevata qualità. La nuova Sezione per l’integrazione dei dati e i servizi (Data Integration and Services Section) rappresenta un punto di riferimento per l’integrazione dei dati e offre servizi condivisi in questo ambito. Uno dei principali risultati raggiunti finora è costituito dall’inventario di dati della BCE, che aiuta gli utenti a reperire e ad accedere a dati della BCE disponibili in più applicazioni. Sono inoltre in corso di definizione diversi progetti pilota tesi a promuovere la collaborazione e la comparabilità di studi elaborati da varie aree operative. Tali progetti pilota sono incentrati su aspetti come l’accesso ai dati, gli identificativi per le banche e la combinazione di diverse basi dati al fine di analizzare meglio la raccolta e gli impieghi delle banche. Considerevoli sforzi vengono profusi per introdurre standard internazionali volti a ridurre gli oneri legati alle segnalazioni e a migliorare la qualità e la coerenza dei dati.

Nel 2017 il Comitato esecutivo della BCE ha istituito un nuovo Comitato per i dati, presieduto dal Responsabile generale dei servizi. Tale comitato riunisce alti funzionari provenienti da aree operative che producono e utilizzano dati ed è stato incaricato di introdurre e guidare l’attuazione della strategia della BCE per la gestione dei dati e di coordinare le attività della BCE in materia di standardizzazione dei dati. Un gruppo attivo di assistenza per i dati (Data Steward Group), composto da rappresentanti di tutte le aree operative che utilizzano e producono dati, contribuisce allo sviluppo e al trattamento omogeneo, all’interno della BCE, delle materie legate alla gestione dei dati, quali ad esempio i dati master, i metadati e l’accesso ai dati.

Nel 2017 la BCE ha continuato a rendere le sue statistiche più accessibili e più facilmente fruibili. Mentre le statistiche della BCE sono disponibili attraverso lo Statistical Data Warehouse, nel sito Internet “[Le nostre statistiche](#)” sono state aggiunte nuove visualizzazioni grafiche per le dinamiche dei finanziamenti e degli investimenti nell'area dell'euro, dati sulla vigilanza bancaria e dati statistici corredati da brevi spiegazioni. Gli utenti possono ora condividere le visualizzazioni grafiche integrandole in siti Internet, blog e altri spazi della comunicazione digitale. Si tratta di un sottoinsieme di statistiche che possono essere consultate facilmente utilizzando qualsiasi dispositivo come PC, tablet, smartphone o altri dispositivi mobili.

Riquadro 10

La cooperazione nel settore statistico a livello europeo e internazionale

La BCE, in stretta collaborazione con l'Eurostat, ha lavorato al miglioramento della qualità dei dati statistici su cui si fonda la procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM). La PSM è stata istituita nel 2011 come parte del “six-pack”, ovvero il pacchetto di sei regolamenti sulla governance economica per la prevenzione e correzione degli squilibri macroeconomici nell'UE.

La PSM include un quadro di valutazione con 14 indicatori principali (e 28 ausiliari) utilizzati per l'individuazione precoce di squilibri macroeconomici esistenti o emergenti a livello di singoli Stati membri. Gli indicatori PSM derivano da statistiche economiche e finanziarie prodotte dal Sistema statistico europeo (SSE) e dal SEBC e poi trasmesse all'Eurostat.

L'SSE e il SEBC effettuano controlli continui sulla qualità delle statistiche, per garantire che esse soddisfino gli standard qualitativi necessari per essere utilizzate a fini di policy. L'SSE, il SEBC, l'Eurostat e la BCE lavorano in stretta collaborazione per garantire che la PSM disponga di dati statistici affidabili.

Diversi indicatori PSM (ad esempio sul saldo di conto corrente e sul debito del settore privato) sono basati su statistiche che comprendono la bilancia dei pagamenti/i dati sulla posizione patrimoniale sull'estero e i conti finanziari, ovvero statistiche che, nella maggior parte degli Stati membri, vengono raccolte dalle BCN. A novembre 2016, l'Eurostat e la Direzione generale statistiche della BCE hanno firmato un [protocollo d'intesa](#) riguardante la garanzia di qualità di tali statistiche. Esso stabilisce accordi operativi di cooperazione fra Eurostat e BCE e prevede che le serie di dati raccolti dalle BCN debbano essere sottoposti a controllo di qualità da parte della BCE.

Attualmente, a tale scopo è stato adottato integralmente un sistema di segnalazione della qualità su tre livelli: esso include rapporti di autovalutazione nazionali (livello 3) sugli aspetti qualitativi principali delle statistiche (autovalutazione da parte delle autorità nazionali); rapporti sulla qualità specifici del settore in oggetto (livello 2), redatti da BCE e Eurostat; e una relazione di sintesi congiunta Eurostat/BCE che valuta la qualità di tutte le statistiche su cui si fonda la PSM (livello 1), pubblicata con cadenza annuale.

Nel 2017, la BCE ha iniziato a fornire all'Eurostat serie di dati sottoposti a controllo di qualità, comprendenti informazioni aggiuntive su eventi e revisioni importanti che potevano aver avuto un impatto sui dati nazionali. Per migliorare ulteriormente la qualità delle statistiche nel tempo, si analizzano la qualità del prodotto e la coerenza delle serie di dati. Inoltre, il protocollo d'intesa prevede visite da parte della BCE e dell'Eurostat alle BCN e agli uffici nazionali di statistica per fornire assistenza nella valutazione della qualità dei dati. La prima visita di questo tipo è avvenuta a fine 2017.

La BCE ha impostato una proficua cooperazione con l'Autorità bancaria europea (ABE), ulteriormente rafforzata dal 2014 a seguito dell'introduzione del Meccanismo di vigilanza unico (MVU). Questo è particolarmente evidente nell'ambito dei dati sulla vigilanza bancaria, poiché la BCE ha assunto la responsabilità di organizzare i processi relativi alla raccolta e all'esame della qualità dei dati riportati dai soggetti vigilati secondo il [regolamento quadro sull'MVU](#). L'Autorità bancaria europea ha la responsabilità di preparare e mantenere le norme tecniche di attuazione (Implementing Technical Standards – ITS) relative alle segnalazioni di vigilanza e alla diffusione di informazioni al pubblico, in stretta collaborazione con le autorità nazionali competenti.

L'Autorità bancaria europea è inoltre fra i più importanti soggetti coinvolti nel flusso dei dati di vigilanza originati dagli operatori segnalanti (il cosiddetto "approccio sequenziale"), poiché la BCE le inoltra un sottoinsieme di dati. Ciò ha generato un insieme di processi collegati, come la creazione di biglietti da visita per ciascun ente segnalante. Al tempo stesso, la BCE prende parte all'Esercizio di trasparenza dell'Autorità bancaria europea come soggetto coinvolto nel flusso dei dati e nei relativi controlli di qualità.

La cooperazione con l'ABE prevede inoltre la partecipazione del personale della BCE ai gruppi di lavoro pertinenti dell'ABE che si occupano delle segnalazioni di vigilanza, oltre al lavoro congiunto sulla qualità dei dati, che comprende, ad esempio, la manutenzione e la verifica delle norme di validazione dei dati, lo sviluppo di controlli di plausibilità e l'interazione sulle valutazioni di qualità dei dati. In aggiunta, la BCE fornisce assistenza nelle questioni di governance sulla qualità dei dati, ad esempio contribuendo a domande e risposte (Q&A) in merito all'interpretazione dei requisiti di segnalazione.

Va detto inoltre che l'ABE sostiene le iniziative strategiche di medio termine della BCE volte a ridurre l'onere di segnalazione per le banche, ad esempio il dizionario per le segnalazioni integrate delle banche (Banks' Integrated Reporting Dictionary) e il quadro di riferimento europeo per le segnalazioni (European Reporting Framework).

La BCE coopera anche con altre organizzazioni in diversi contesti, quali:

- gli accordi di condivisione dei dati con il Fondo monetario internazionale per i suoi Programmi di valutazione del settore finanziario a livello nazionale ed europeo;
- la partecipazione al Comitato per il coordinamento delle attività statistiche delle Nazioni Unite e all'Irving Fisher Committee on Central Banking Statistics della Banca dei regolamenti internazionali, che mirano entrambi a migliorare il coordinamento e la cooperazione fra le autorità statistiche, incluse le banche centrali, a livello europeo e/o mondiale, occupandosi di aspetti quali il funzionamento efficiente del sistema statistico, gli standard e le piattaforme comuni, nonché lo sviluppo di metodologie.

Infine, la BCE offre opportunità di formazione e addestramento ad altre autorità, organizzando laboratori, seminari e presentazioni. Tali iniziative sono rivolte sia a soggetti interni al SEBC e all'MVU che esterni, quali le ANC e le BCN dei paesi non appartenenti all'Unione Europea, nell'ottica di una loro eventuale adesione futura.

Riquadro 11

AnaCredit in elaborazione: caratteristiche fondamentali

Il progetto denominato AnaCredit consiste nella raccolta di una serie di dati analitici sul credito bancario alle persone giuridiche e sul relativo rischio di credito, da rendere disponibili a un'ampia gamma di utenti. La nuova base dati supporterà lo svolgimento dei compiti del SEBC e contribuirà in misura considerevole al miglioramento delle statistiche SEBC oggi esistenti e allo sviluppo di nuove. I dati granulari sul credito all'economia e sull'esposizione delle banche saranno utilizzati per effettuare una vasta serie di analisi per le quali i dati aggregati non possono più considerarsi sufficienti. Un aspetto molto importante è l'armonizzazione di concetti e definizioni, che assicura una elevata comparabilità dei dati fra paesi. AnaCredit migliorerà in modo significativo le analisi sul credito e sul rischio di credito nell'area dell'euro fornendo informazioni dettagliate, tempestive e completamente armonizzate su finanziamenti bancari concessi a persone giuridiche. Sarà assicurata la riservatezza della nuova base dati, tramite un sistema di autorizzazioni all'accesso alle informazioni basato su situazioni di effettiva esigenza conoscitiva; inoltre alcuni utenti avranno accesso unicamente a dati parzialmente aggregati che non consentono di identificare le controparti coinvolte nelle operazioni di credito.

AnaCredit offrirà una lente di ingrandimento per l'analisi del credito e del rischio di credito nell'area dell'euro. In particolare, grazie alla disponibilità di dati sui prestiti concessi alle società non finanziarie, AnaCredit consentirà analisi più approfondite sui meccanismi di trasmissione della politica monetaria, soprattutto in relazione alle piccole e medie imprese che costituiscono l'elemento portante dell'economia in termini di investimenti e opportunità d'impiego. L'avvio di AnaCredit comporterà vantaggi anche per le banche segnalanti, tenuto conto che i flussi di ritorno costituiranno un utile strumento per migliorare i processi di valutazione del merito creditizio dei debitori residenti nell'area dell'euro e consentirà, rispetto a quanto sia possibile fare al momento, analisi più complete della relativa esposizione creditizia. Il quadro di riferimento per i flussi di ritorno AnaCredit è attualmente in fase di definizione e sarà adottato dalle BCN su base volontaria.

Nel maggio 2016, il Consiglio direttivo della BCE ha adottato il [Regolamento AnaCredit](#), che fornisce il quadro giuridico sulla base del quale il SEBC raccoglie dati granulari sui prestiti dalle banche. Sulla base del regolamento, a partire dalla data contabile di settembre 2018, più di 4.000 istituti di credito nell'area dell'euro, unitamente ad altre banche residenti negli Stati membri dell'UE, trasmetteranno alle BCN di competenza (e, tramite loro, alla BCE) dati sulle singole esposizioni creditizie previste dal regolamento stesso. Circa 1.600 istituti di credito di piccole dimensioni saranno esentati del tutto o in parte dagli obblighi segnalatici. Si stima che saranno trasmesse ogni mese dai 50 ai 70 milioni di segnalazioni relative a circa 15 milioni di imprese. Le informazioni anagrafiche verranno trasmesse con sei mesi di anticipo (quindi a partire dall'aprile 2018), al fine di contenere eventuali problematiche di identificazione delle controparti nella fase di avvio. La base dati AnaCredit sarà accessibile ai membri dell'Eurosistema; anche le altre BCN dell'UE potranno decidere di partecipare alla rilevazione AnaCredit acquisendo così titolo ad accedere al suddetto archivio sulla base del principio di reciprocità. Il quadro di riferimento per le segnalazioni è frutto di un approfondito confronto svolto all'interno del SEBC che ha, tra l'altro, comportato numerose tornate di consultazione con gli utenti, il settore finanziario e altri soggetti interessati, al fine, in particolare, di ponderare costi e benefici e calibrare gli obblighi segnalatici in funzione del principio di proporzionalità. Il risultato finale rappresenta un compromesso fra i requisiti informativi delle diverse funzioni istituzionali del SEBC e i costi associati all'attuazione, la raccolta e l'elaborazione dei dati richiesti.

AnaCredit prevede 88 variabili informative relative ai prestiti, per la maggior parte aggiornate mensilmente, basate su un'armonizzazione completa di concetti e definizioni applicabili in tutti i paesi partecipanti. Tali variabili si riferiscono a tutte le controparti coinvolte nei contratti di prestito (finanziatori, debitori, garanti) e sono rappresentate in alcuni casi da dati strutturali (ad esempio: attività economica, dimensione e fatturato annuo dell'impresa; data di inizio e data di rimborso del prestito), in altri casi da dati dinamici (ad esempio: importo del finanziamento, stato di default dello strumento e della controparte, rate scadute o probabilità di default della controparte). La soglia di rilevazione è 25.000 euro con riferimento alla posizione debitoria di un'impresa verso il singolo istituto di credito.

I dati sul credito saranno completati dalle informazioni presenti nel registro anagrafico delle persone giuridiche e di altre entità, come ad esempio le filiali estere. Ciò consentirà l'identificazione univoca di circa 15 milioni di persone giuridiche (prestatori, debitori, garanti) sulla base di concetti e definizioni armonizzati, assicurando la completezza del calcolo dell'indebitamento complessivo di un debitore, sia esso persona giuridica o gruppo, verso la banca finanziatrice. Gli istituti di credito, in quanto potenziali utenti delle informazioni che riceveranno con i flussi di ritorno AnaCredit, saranno inoltre in grado di svolgere analisi più complete sulle proprie esposizioni di rischio.

Fin dall'adozione del Regolamento AnaCredit, nel maggio del 2016, il Comitato per le statistiche del SEBC, con l'aiuto del gruppo di lavoro su AnaCredit, ha svolto un notevole lavoro metodologico, inclusa la preparazione del Manuale AnaCredit, che contiene 570 pagine di informazioni di dettaglio e linee guida sui requisiti segnalatici. Il Manuale rappresenta un supporto per le banche nella predisposizione delle segnalazioni e favorisce l'uniformità dell'applicazione del Regolamento AnaCredit in tutta l'area dell'euro. Il Manuale è suddiviso in tre parti:

- la prima parte, pubblicata a novembre 2016, illustra la metodologia generale di AnaCredit, fornisce informazioni relative all'assetto delle segnalazioni e ai soggetti coinvolti e comprende anche una descrizione generale del modello dei dati sottostante;
- la seconda parte, pubblicata a febbraio 2017, descrive nel dettaglio tutte le serie di dati e le relative caratteristiche, fornendo istruzioni di segnalazione specifiche;
- la terza parte, pubblicata a maggio 2017, presenta una selezione di casi di studio e casistiche che richiedono istruzioni specifiche.

Il Manuale, che è stato sottoposto ai commenti dell'industria bancaria, sarà via via aggiornato attraverso il processo di domande e risposte attualmente in corso. Nello specifico, gli istituti di credito e gli altri soggetti coinvolti possono rivolgere domande alle BCN di competenza in qualunque momento. La risposta della BCN, condivisa con la BCE, è resa disponibile anche alle altre BCN. Una selezione di queste domande e risposte è stata pubblicata sul sito Internet della BCE ad agosto 2017 e viene aggiornata regolarmente.

Il Comitato per le statistiche del SEBC e il gruppo di lavoro su AnaCredit hanno inoltre sviluppato il sistema di verifiche della qualità dei dati per favorire l'automazione nella trasmissione delle informazioni e stabilire standard minimi di affidabilità. La lista di tali verifiche è stata pubblicata sul sito Internet della BCE nell'agosto del 2017.

Infine, mentre il Regolamento AnaCredit disciplina gli obblighi segnaletici delle banche, l'[indirizzo della BCE](#) disciplina le modalità con le quali le BCN trasmettono i dati alla BCE (secondary reporting). Nello specifico, l'indirizzo fornisce i dettagli sulla trasmissione alla BCE dei dati sul credito e dei dati anagrafici raccolti ai sensi del regolamento.

Come indicato nel preambolo del Regolamento AnaCredit, il progetto potrebbe coprire, in futuro, ulteriori categorie di finanziatori, debitori e strumenti.

8 La ricerca economica

Una ricerca economica di qualità elevata aiuta a garantire basi solide alle politiche della BCE. Nel corso del 2017 l'attività di ricerca svolta presso la BCE ha fornito prospettive nuove su una serie di importanti temi di policy. Inoltre, la collaborazione nell'ambito del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) si è intensificata grazie a tre nuovi nuclei di studi e due reti di ricerca⁸³.

8.1 Priorità di ricerca presso la BCE

Nel 2017, l'attività dei gruppi di ricerca della BCE si è focalizzata su una serie ben definita di priorità. Un tema importante è stato la trasmissione della politica monetaria non convenzionale in un contesto di tassi di riferimento negativi. Gli studi hanno evidenziato l'importanza delle misure non convenzionali nel controbilanciare le conseguenze economiche di shock finanziari avversi riducendo l'incertezza del mercato e migliorando l'accesso al finanziamento bancario per le piccole e medie imprese. Inoltre, la politica monetaria non convenzionale e le interazioni fra il settore reale e quello finanziario dell'economia hanno trovato ampio spazio nella ricerca orientata a migliorare i modelli multipaese e per l'intera area dell'euro, utilizzati dalla BCE per previsioni e analisi sulla politica monetaria. Altra importante priorità è stata l'identificazione dei fattori che contribuiscono a comprendere la persistenza di un'inflazione bassa nell'area dell'euro e la ricerca orientata a delineare assetti istituzionali e di policy che rafforzino l'Unione economica e monetaria (UEM).

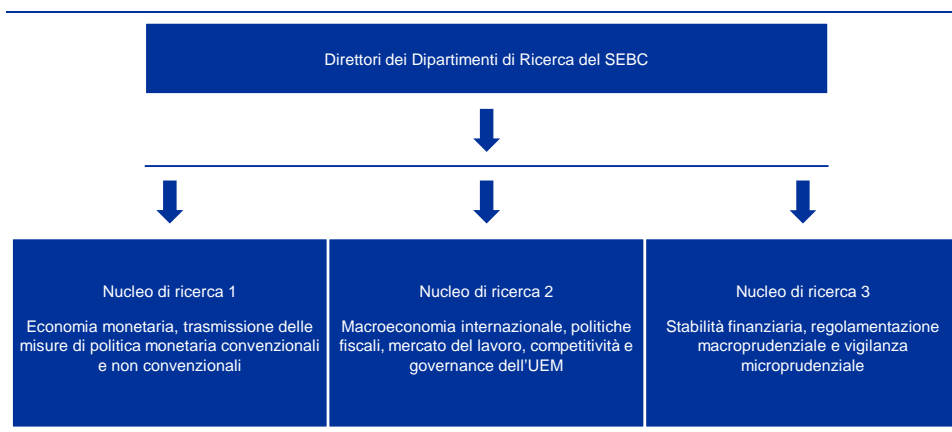
Nel 2017 la ricerca si è focalizzata in modo significativo anche sulle politiche macroprudenziali. Un passo importante in questo senso è stata la calibrazione del cosiddetto "modello 3D" per coprire tutti i paesi coinvolti nel Meccanismo di vigilanza unico. Il modello prende in considerazione tre livelli di rischio d'insolvenza (per banche, società non finanziarie e famiglie) e, in particolare, è utile per valutare i requisiti di adeguatezza patrimoniale delle banche. Inoltre, è stata sviluppata una versione del modello in cui sono considerate le rigidità nominali per analizzare l'interazione fra politiche monetarie e macroprudenziali.

⁸³ Informazioni più dettagliate sulle attività di ricerca della BCE, incluse quelle sugli eventi dedicati alla ricerca, sulle pubblicazioni e sulle reti sono disponibili sul [sito Internet della BCE](#).

8.2 I nuclei e le reti di ricerca dell'Eurosistema/SEBC

Per migliorare ulteriormente la collaborazione fra ricercatori SEBC, i Direttori dei Dipartimenti di Ricerca del SEBC hanno deciso di avviare tre nuovi nuclei di ricerca nel 2017 con l'obiettivo di coordinare le ricerche in settori ad alta priorità attraverso workshop periodici e progetti di ricerca congiunti (cfr. figura 2). Nel corso dell'anno, ciascuno dei gruppi ha tenuto un workshop inaugurale al quale hanno partecipato ricercatori di tutto il SEBC oltre che esperti esterni.

Figura 2
Nuclei di ricerca SEBC



Fonte: BCE.

Nota: struttura dei nuovi nuclei di ricerca SEBC secondo quanto deciso dai Direttori dei Dipartimenti di Ricerca nel 2016.

Due reti di ricerca dell'Eurosistema/SEBC hanno fatto notevoli progressi nel 2017. La rete Wage Dynamics Network (WDN) ha completato la terza edizione della sua indagine che coinvolge più di 25.000 imprese in 25 paesi dell'UE. La terza edizione si occupa del comportamento delle imprese nel definire prezzi e costi, oltre che dell'impatto delle diverse riforme strutturali, intervenute tra il 2010 e il 2013, sull'adeguamento del mercato del lavoro. Uno dei principali risultati di questa nuova ricerca consiste nell'aver evidenziato come le principali riforme del mercato del lavoro nei paesi duramente colpiti dalla crisi abbiano in effetti agevolato l'adeguamento del mercato del lavoro (cfr. grafico 33)⁸⁴.

La rete [Household Finance and Consumption Network](#) (HFCN) coordina la produzione dell'indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie (Household Finance and Consumption Survey). A seguito della pubblicazione dei risultati della seconda edizione dell'indagine alla fine del 2016, la rete HFCN ha, tra le altre cose, studiato il ruolo svolto dall'eterogeneità delle famiglie nella trasmissione della politica monetaria e nella stabilità finanziaria. Ad esempio, i ricercatori dell'HFCN hanno stimato gli effetti del recente programma di acquisto di attività (PAA) della BCE sulla disuguaglianza reddituale e patrimoniale. Un importante

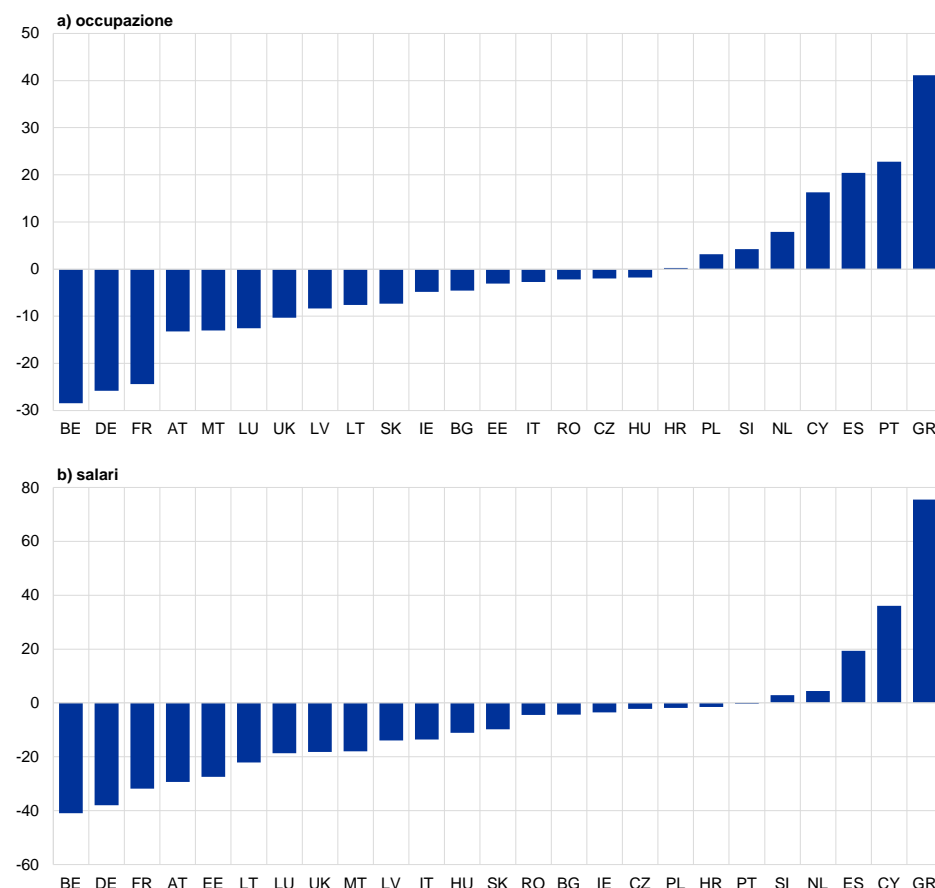
⁸⁴ I risultati dell'indagine WDN sono riassunti nel lavoro "[Labour market adjustment in Europe during the crisis: microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network survey](#)", *Occasional Paper Series*, n. 192, BCE, giugno 2017. I rapporti dei singoli paesi e i relativi documenti di ricerca sono reperibili sul [sito Internet della rete WDN](#).

risultato è che le misure del PAA incidono sulla disuguaglianza patrimoniale solo in misura modesta, ma riducono la disuguaglianza reddituale diminuendo i tassi di disoccupazione delle famiglie a basso reddito.

Grafico 33

Variatione netta della facilità di adeguare occupazione e salari fra il 2010 e il 2013

(valori percentuali)



Fonte: Wage Dynamics Network.

Note: differenza fra la percentuale di imprese che segnalano una maggiore facilità e la percentuale che segnalano una maggiore difficoltà ad adeguare, rispettivamente, occupazione e salari alle mutate condizioni del contesto economico. I valori positivi indicano che un numero maggiore di aziende ha rilevato meno difficoltà nell'adeguamento.

8.3 Conferenze e pubblicazioni

Il dialogo con economisti del mondo accademico e di altre istituzioni pubbliche ha assunto un'importanza crescente con l'aumentare della complessità delle problematiche affrontate dalla BCE negli ultimi anni. In quest'ottica, nel 2017 la BCE ha organizzato numerosi eventi dedicati alla ricerca di alto livello, incluso l'ECB Forum on Central Banking a Sintra e la seconda edizione dell'Annual Research Conference (ARC). Il primo si è concentrato sui principali sviluppi economici reali

rilevanti per la politica monetaria, in particolare investimenti e produttività⁸⁵. L'ARC del 2017 ha presentato ricerche innovative su argomenti quali i costi dell'inflazione, gli effetti dei tassi di interesse negativi, il legame fra le convinzioni degli operatori economici e la stagnazione economica e la disuguaglianza patrimoniale. Altre importanti conferenze sono state dedicate alle riforme strutturali nell'area dell'euro, alla politica macroprudenziale e alla comunicazione delle banche centrali.

Molte delle attività di ricerca della BCE sono confluite nella pubblicazione di articoli in riviste scientifiche e in documenti di ricerca. In totale, nel corso del 2017, sono stati pubblicati nella Working Paper Series della BCE 132 articoli. Inoltre, una serie di studi analitici maggiormente orientati alle questioni di policy sono stati pubblicati nelle collane Occasional Paper Series, Statistical Paper Series e Discussion Paper Series della BCE. Questo insieme di lavori di ricerca e di analisi di elevata qualità ha contribuito alla diffusione dei risultati delle ricerche svolte presso la BCE a un pubblico più ampio, con ben 12 articoli pubblicati nel 2017 nel Research Bulletin della BCE⁸⁶.

9 Attività e obblighi giuridici

Nel 2017 la BCE ha partecipato a diversi procedimenti giudiziari a livello di Unione europea. La BCE ha inoltre formulato numerosi pareri in ossequio alla previsione del Trattato che richiede che sia consultata in merito a ogni proposta di atto dell'UE o progetto di legge nazionale che rientri nella sua sfera di competenze. Ha altresì vigilato sul rispetto del divieto di finanziamento monetario e di accesso privilegiato.

9.1 Partecipazione della BCE a procedimenti giudiziari a livello di UE

Nel gennaio 2017 il Tribunale dell'Unione europea (il "Tribunale") ha respinto l'azione legale per danni intentata da due soggetti francesi (Nausicaa Anadyomène e Banque d'Escompte) contro la BCE nella causa T-749/15. Il risarcimento danni richiesto dai due soggetti era connesso alla riduzione del valore di alcuni titoli di Stato greci da loro acquistati nel contesto di una parziale ristrutturazione del debito sovrano della Grecia nel 2012. Le principali argomentazioni dedotte contro la BCE si riferivano alla presunta violazione dei principi di: a) protezione delle legittime aspettative e certezza del diritto; b) parità di trattamento e non discriminazione; e c) buona amministrazione.

Nella sentenza, il Tribunale ha respinto il ricorso, escludendo qualsiasi responsabilità a carico della BCE, riaffermando quanto già stabilito relativamente alle persone fisiche in possesso di strumenti di debito greco (cfr. causa T-79/13 *Accorinti e altri c. BCE*). A giudizio del Tribunale, la BCE non è tenuta a ristorare le presunte perdite

⁸⁵ Tutti gli articoli, i dibattiti e gli interventi del Forum di Sintra sono disponibili nell'[e-book della conferenza](#) e le registrazioni video di tutte le sessioni sono visibili sul [canale YouTube](#) della BCE.

⁸⁶ Il Research Bulletin della BCE è una piattaforma web per la diffusione dei risultati di ricerche rilevanti a un pubblico più ampio. I numeri di questa pubblicazione sono disponibili sul [sito Internet della BCE](#).

connesse alla ristrutturazione del debito greco nel 2012 e sopportate dalle banche che detenevano strumenti di debito greco. Ha ritenuto innanzitutto che le banche commerciali non possano fare affidamento sul principio della protezione delle legittime aspettative o sul principio di certezza del diritto in un ambito quale la politica monetaria, i cui obiettivi comportano un aggiustamento costante per tener conto delle mutevoli circostanze economiche. Il Tribunale ha ritenuto che nessuno degli atti o delle dichiarazioni della BCE potesse essere interpretato come un incoraggiamento rivolto agli investitori ad acquistare o mantenere strumenti di debito greco.

Il Tribunale ha anche confermato che il principio generale di parità del trattamento non poteva essere applicato, dal momento che le banche commerciali che hanno acquisito titoli di debito greco per conseguire un profitto, da una parte, e, dall'altra, la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) che agivano per il perseguimento dei loro fini di pubblico interesse, non erano in una situazione paragonabile.

A marzo 2017 il Tribunale si è pronunciato su una causa intentata da una società portoghese (Comprojecto – Projectos e Construções, Lda.) e altri contro la BCE, nella causa T-22/16, per omissione e al tempo stesso per l'annullamento della corrispondente decisione che la BCE, rifiutandosi di agire, avrebbe tacitamente adottato. I ricorrenti avevano avanzato anche una richiesta di risarcimento per danni finanziari a seguito del presunto rifiuto di intervento da parte della BCE.

I ricorrenti avevano sostenuto di aver rivolto alla BCE un reclamo scritto riguardante un istituto di credito, in merito al quale la BCE si sarebbe rifiutata di intervenire, dato che la missiva era stata restituita al mittente.

La causa è stata ritenuta dal Tribunale manifestamente inammissibile e tanto la richiesta di condanna per omissione quanto quella di annullamento sono state dichiarate giuridicamente infondate. Rispetto alla prima richiesta, il Tribunale ha osservato che una causa per omissione è ammissibile solo allorquando, prima di avviare la causa, sia stato richiesto un intervento dell'istituzione europea chiamata in causa; i ricorrenti invece non sono riusciti a fornire prove sufficienti del fatto che la BCE abbia davvero ricevuto il reclamo. Per quanto riguarda l'annullamento, il Tribunale ha concluso che il tentativo di notifica alla BCE non ha avuto successo e, pertanto, la restituzione ai ricorrenti della missiva da parte del servizio postale non può essere interpretata come un rifiuto da parte della BCE a intervenire. Pertanto, infine, non avendo richiesto l'intervento della BCE, i ricorrenti non hanno potuto dimostrare nessuna negligenza o omissione da parte di tale istituzione che possa configurare una responsabilità dell'Unione; è stato quindi ritenuto che non sussistessero le condizioni per il risarcimento dei danni finanziari.

A luglio 2017 la Corte costituzionale federale tedesca (la "Corte costituzionale") ha sospeso diversi ricorsi costituzionali riguardanti il programma ampliato di acquisto di attività (PAA) e ha deferito alla Corte di giustizia dell'Unione europea (la "Corte di giustizia") alcuni quesiti, richiedendo l'applicazione del procedimento accelerato.

La Corte di giustizia ha respinto la richiesta di procedimento accelerato e a novembre 2017 la BCE ha presentato le proprie osservazioni scritte. La data per l'audizione non è stata ancora stabilita. Sulla base della risposta della Corte di giustizia ai quesiti inoltrati, la Corte costituzionale deciderà sulla compatibilità, con la Costituzione tedesca, del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP), come interpretato dalla Corte di giustizia.

9.2 Pareri della BCE e casi di inottemperanza

L'articolo 127, paragrafo 4, e l'articolo 282, paragrafo 5, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea dispongono che la BCE sia consultata in merito a qualsiasi proposta di atto dell'UE o progetto di legge nazionale che rientri nelle sue competenze⁸⁷. Tutti i pareri della BCE sono disponibili sul suo [sito Internet](#). Quelli relativi a proposte di legge dell'UE sono pubblicati anche sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea.

Nel 2017 la BCE ha formulato sette pareri su proposte legislative dell'UE e 47 pareri su progetti legislativi nazionali che rientravano nella sua sfera di competenze.

A livello europeo, i pareri più significativi⁸⁸ adottati dalla BCE hanno riguardato: una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento (UE) n. 1095/2010 e il Regolamento (UE) n. 648/2012 per quanto riguarda le procedure e le autorità per l'autorizzazione delle controparti centrali e i requisiti per il riconoscimento delle controparti centrali di paesi terzi ([CON/2017/39](#)); le modifiche alla disciplina comunitaria dei requisiti patrimoniali per gli enti creditizi e le imprese di investimento ([CON/2017/46](#)); la revisione del quadro di riferimento europeo per la gestione delle crisi ([CON/2017/47](#)); una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la Direttiva 2014/59/UE per quanto riguarda la classificazione degli strumenti di debito non garantiti nella gerarchia dei crediti in caso di insolvenza ([CON/2017/6](#)); e una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo a un quadro di risanamento e risoluzione delle controparti centrali e recante modifica dei Regolamenti (UE) n. 1095/2010, (UE) n. 648/2012 e (UE) 2015/2365 ([CON/2017/38](#)).

⁸⁷ Il Regno Unito è esentato dall'obbligo di consultazione, in conformità con il Protocollo (n. 15) su talune disposizioni relative al Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord, che è allegato ai Trattati.

⁸⁸ Si riportano di seguito gli altri pareri: il Parere [CON/2017/22](#) su una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, la seconda opportunità e misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza e liberazione dai debiti, e che modifica la Direttiva 2012/30/UE; e il Parere [CON/2017/42](#) su una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento (UE) n. 648/2012 per quanto riguarda l'obbligo di compensazione, la sospensione dell'obbligo di compensazione, gli obblighi di segnalazione, le tecniche di attenuazione del rischio per i contratti derivati OTC non compensati mediante controparte centrale, la registrazione e la vigilanza dei repertori di dati sulle negoziazioni e i requisiti dei repertori di dati sulle negoziazioni.

Un certo numero di consultazioni promosse dalle autorità nazionali ha riguardato il limite ai pagamenti in contante superiori a determinate soglie⁸⁹ e la regolamentazione e l'identificazione delle infrastrutture critiche⁹⁰.

La BCE ha inoltre adottato pareri concernenti le BCN, con riferimento ai seguenti aspetti: il conferimento di nuovi compiti alle BCN⁹¹; la partecipazione di una BCN ai programmi del Fondo monetario internazionale⁹²; l'indipendenza finanziaria di una BCN⁹³; la revisione delle attività di una BCN⁹⁴; le modifiche statutarie di una BCN che hanno variato il numero di membri del Consiglio⁹⁵; i cambiamenti al quadro decisionale di una BCN⁹⁶; la potenziale responsabilità di una BCN per danni causati nell'esercizio dei suoi poteri di supervisione sui fornitori di servizi di pagamento⁹⁷; la procedura applicabile alle decisioni di una BCN nel quadro del meccanismo di vigilanza unico⁹⁸; la funzione di sorveglianza da parte di una BCN relativamente ai sistemi di pagamento, agli schemi di pagamento, ai sistemi di deposito e ai sistemi di compensazione e regolamento⁹⁹; le retribuzioni e le pensioni dei dipendenti delle BCN¹⁰⁰; la modalità di realizzazione della compensazione e del regolamento interbancario da parte di una BCN¹⁰¹; la proprietà di una società veicolo per la fabbricazione di banconote in euro¹⁰²; l'esclusione del diritto di compensare crediti accettati in garanzia da una BCN¹⁰³; l'indipendenza degli organi decisionali di una BCN nelle questioni di stabilità finanziaria¹⁰⁴; la concessione di poteri aggiuntivi a una BCN per irrogare sanzioni agli enti che non rispettano gli obblighi di segnalazione delle statistiche sulla bilancia dei pagamenti¹⁰⁵; il finanziamento da parte di una BCN di una fondazione nazionale per la ricerca, la tecnologia e lo sviluppo¹⁰⁶; e gli strumenti macroprudenziali¹⁰⁷ e l'attuazione della politica monetaria¹⁰⁸ presso le BCN che non appartengono all'area dell'euro.

La BCE ha adottato pareri afferenti a vari aspetti delle attività delle istituzioni finanziarie, tra cui: il miglioramento della trasparenza e della qualità del sistema di vigilanza nazionale¹⁰⁹; la ristrutturazione dei debiti denominati in valute estere o

⁸⁹ Cfr. [CON/2017/8](#), [CON/2017/18](#), [CON/2017/20](#), [CON/2017/27](#) e [CON/2017/40](#).

⁹⁰ Cfr. [CON/2017/10](#) e [CON/2017/31](#).

⁹¹ Cfr. [CON/2017/2](#), [CON/2017/3](#), [CON/2017/12](#), [CON/2017/19](#), [CON/2017/32](#) e [CON/2017/43](#).

⁹² Cfr. [CON/2017/4](#).

⁹³ Cfr. [CON/2017/17](#).

⁹⁴ Cfr. [CON/2017/24](#).

⁹⁵ Cfr. [CON/2017/34](#).

⁹⁶ Cfr. [CON/2017/51](#).

⁹⁷ Cfr. [CON/2017/44](#).

⁹⁸ Cfr. [CON/2017/36](#).

⁹⁹ Cfr. [CON/2017/5](#).

¹⁰⁰ Cfr. [CON/2017/49](#).

¹⁰¹ Cfr. [CON/2017/37](#).

¹⁰² Cfr. [CON/2017/25](#).

¹⁰³ Cfr. [CON/2017/23](#).

¹⁰⁴ Cfr. [CON/2017/23](#).

¹⁰⁵ Cfr. [CON/2017/23](#).

¹⁰⁶ Cfr. [CON/2017/26](#).

¹⁰⁷ Cfr. [CON/2017/14](#).

¹⁰⁸ Cfr. [CON/2017/30](#).

¹⁰⁹ Cfr. [CON/2017/35](#).

indicizzati su tali valute¹¹⁰; il sostegno a quanti hanno contratto mutui ipotecari per la casa e versano in situazioni finanziarie difficili¹¹¹; l'erogazione di assistenza pubblica straordinaria al sistema bancario¹¹²; l'imposizione di requisiti minimi di finanziamento¹¹³; i requisiti per l'ammortamento dei mutui ipotecari¹¹⁴; gli strumenti macroprudenziali necessari a controbilanciare i rischi sistemici che sorgono dai prestiti immobiliari¹¹⁵; l'irrigidimento delle restrizioni sui prestiti alle controparti correlate¹¹⁶; le centrali dei rischi e i registri dei conti bancari¹¹⁷; la segnalazione dei dati sul credito¹¹⁸, l'autorizzazione dei sistemi di pagamento¹¹⁹; la disciplina delle obbligazioni garantite¹²⁰; i fondi di riserva delle fondazioni bancarie¹²¹; l'istituzione di una nuova categoria di istituto di regolamento¹²²; la definizione di una nuova categoria di strumenti di debito obbligazionario non privilegiato nella gerarchia dei crediti in caso di insolvenza degli enti creditizi¹²³; e le attività fiscali differite derivanti da differenze di addebitamento¹²⁴.

Inoltre, la BCE ha emesso pareri sui rimedi giudiziari assicurati ai detentori di passività bancarie qualificate¹²⁵.

Sono stati registrati due casi di inottemperanza all'obbligo di consultazione della BCE su proposte di legge dell'Unione, uno dei quali considerato chiaro e rilevante. La BCE non è stata consultata dalla Commissione europea sul regolamento delegato (UE) relativo al sistema definitivo di contributi alle spese amministrative del Comitato di risoluzione unico. La BCE considera questo un caso chiaro e rilevante di inottemperanza all'obbligo di consultazione, visto che l'atto in questione le ha imposto obblighi legali.

Sono stati registrati cinque casi di inottemperanza all'obbligo di consultazione della BCE su progetti legislativi nazionali; quattro di essi sono stati considerati chiari e rilevanti¹²⁶.

¹¹⁰ Cfr. [CON/2017/9](#) e [CON/2017/48](#).

¹¹¹ Cfr. [CON/2017/48](#).

¹¹² Cfr. [CON/2017/1](#).

¹¹³ Cfr. [CON/2017/23](#).

¹¹⁴ Cfr. [CON/2017/29](#).

¹¹⁵ Cfr. [CON/2017/11](#), [CON/2017/21](#) e [CON/2017/36](#).

¹¹⁶ Cfr. [CON/2017/50](#).

¹¹⁷ Cfr. [CON/2017/13](#) e [CON/2017/28](#).

¹¹⁸ Cfr. [CON/2017/33](#) e [CON/2017/36](#).

¹¹⁹ Cfr. [CON/2017/15](#).

¹²⁰ Cfr. [CON/2017/36](#).

¹²¹ Cfr. [CON/2017/19](#).

¹²² Cfr. [CON/2017/23](#).

¹²³ Cfr. [CON/2017/23](#).

¹²⁴ Cfr. [CON/2017/7](#).

¹²⁵ Cfr. [CON/2017/16](#) e [CON/2017/41](#).

¹²⁶ Sono inclusi: a) i casi in cui un'autorità nazionale ha omesso di richiedere il parere della BCE in merito a proposte legislative rientranti nelle sfere di competenza della BCE; b) i casi in cui un'autorità nazionale ha formalmente consultato la BCE, ma senza lasciarle tempo sufficiente per esaminare le proposte legislative e formulare un parere prima che tali proposte venissero adottate.

Il Ministero dell'economia e delle finanze italiano ha consultato la BCE sul decreto legge recante disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone terremotate e misure di sviluppo, e in particolare sulle disposizioni che stabiliscono l'arrotondamento forzoso dei pagamenti in contante denominati in euro. Tuttavia, alla BCE non è stato lasciato tempo sufficiente per esaminare le proposte legislative e formulare un parere prima che il decreto legge venisse adottato.

Il Segretario di Stato spagnolo per l'economia e il sostegno alle imprese ha consultato la BCE per un parere sulla bozza di regio decreto legge recante disposizioni urgenti in materia finanziaria che stabiliva una nuova categoria di debito bancario. Alla BCE, tuttavia, non è stato lasciato tempo sufficiente per esaminare le proposte legislative e formulare un parere prima che il regio decreto legge venisse adottato.

La BCE non è stata consultata dalle autorità croate sulla legge riguardante la nullità degli accordi di prestito con caratteristiche internazionali conclusi nella Repubblica croata con un creditore non autorizzato.

Infine, la BCE non è stata consultata dal Governo olandese sulla legge che regola la posizione giuridica dei dipendenti pubblici, che ha implicazioni potenziali sull'indipendenza della banca centrale.

Sono stati ritenuti esempi di inottemperanza chiara e rilevante i casi di omessa consultazione della BCE da parte di Olanda, Spagna e Croazia; l'omessa consultazione della BCE da parte dell'Italia è stata ritenuta un caso di inottemperanza chiara, rilevante, nonché reiterata.

9.3 Conformità al divieto di finanziamento monetario e accesso privilegiato

Ai sensi dell'articolo 271, lettera d), del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, la BCE ha il compito di accertare il rispetto, da parte delle banche centrali nazionali (BCN) dell'UE e della BCE stessa, dei divieti derivanti dagli articoli 123 e 124 del Trattato e dai Regolamenti (CE) n. 3603/93 e n. 3604/93 del Consiglio. L'articolo 123 proibisce alla BCE e alle BCN di concedere scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia a governi e a istituzioni, organi od organismi dell'UE, nonché di acquistare sul mercato primario strumenti di debito emessi da tali enti. L'articolo 124 vieta qualsiasi misura, non basata su considerazioni prudenziali, che offra a governi e a istituzioni, organi od organismi dell'UE un accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie. Parallelamente al Consiglio direttivo, la Commissione europea verifica l'osservanza delle disposizioni sopra menzionate da parte degli Stati membri.

La BCE segue anche gli acquisti effettuati dalle banche centrali dell'UE sul mercato secondario degli strumenti di debito emessi dal settore pubblico nazionale, dai settori pubblici di altri Stati membri nonché da istituzioni e organi dell'UE. Ai sensi del considerando del Regolamento (CE) n. 3603/93 del Consiglio, l'acquisizione di

strumenti di debito del settore pubblico sul mercato secondario non deve servire ad aggirare il divieto sancito dall'articolo 123 del Trattato. Tali acquisti non devono diventare una forma di finanziamento monetario indiretto del settore pubblico.

L'esercizio di monitoraggio svolto per il 2017 conferma che le disposizioni degli articoli 123 e 124 del Trattato e i relativi regolamenti del Consiglio sono stati in generale rispettati.

Il monitoraggio ha messo in evidenza che nel 2017 la maggior parte delle BCN dell'UE disponevano di politiche di remunerazione dei depositi del settore pubblico pienamente conformi ai limiti massimi previsti. Tuttavia, alcune BCN devono assicurare che il tasso di remunerazione dei depositi del settore pubblico non ecceda il massimale anche quando quest'ultimo è negativo.

Nel Rapporto annuale della BCE dello scorso anno si dichiarava che la costituzione e il finanziamento della società di gestione del risparmio MARK Zrt. da parte della Magyar Nemzeti Bank costituiva una violazione del divieto di finanziamento monetario che doveva essere corretta. Nel 2017, la Magyar Nemzeti Bank (MNB) ha adottato delle misure correttive in virtù delle quali non possiede o controlla più la MARK Zrt, ma poiché allo stato attuale l'operazione finanziaria non è stata ancora del tutto completata, il processo correttivo non può ritenersi finalizzato e il caso non può essere formalmente chiuso.

Facendo seguito ai timori espressi nel suo Rapporto annuale già dal 2014, la BCE ha continuato a tenere sotto osservazione diversi programmi avviati dalla Magyar Nemzeti Bank nel 2014 e nel 2015. Tali programmi non sono collegati alla politica monetaria e sono potenzialmente in conflitto con il divieto di finanziamento monetario, nella misura in cui potrebbero essere visti come un'assunzione di compiti propri dello Stato da parte della Magyar Nemzeti Bank o un'attribuzione di vantaggi allo Stato stesso. Tali iniziative comprendono un programma per promuovere la cultura finanziaria condotto attraverso una rete di fondazioni, l'assorbimento di personale precedentemente assunto dall'Autorità di vigilanza finanziaria ungherese e un programma di acquisto di opere d'arte e beni culturali ungheresi. Nel 2017 la Magyar Nemzeti Bank ha intrapreso numerose azioni per attenuare i timori della BCE. Tuttavia alla luce della loro molteplicità, estensione e dimensione, la BCE continuerà a controllare attentamente che queste operazioni non siano in conflitto con il divieto di finanziamento monetario e di accesso privilegiato. Inoltre la BCE continuerà a monitorare la partecipazione della Magyar Nemzeti Bank nella Borsa valori di Budapest, in quanto l'acquisto della quota di maggioranza da parte della Magyar Nemzeti Bank nel novembre 2015 può fare emergere timori sotto il profilo del finanziamento monetario.

Nel corso del 2017 la riduzione da parte della Central Bank of Ireland delle attività collegate alla liquidazione della IBRC, principalmente tramite la vendita di obbligazioni a tasso variabile a lungo termine, rappresenta un importante passo sulla via necessaria della cessione totale di tali attività. Un più ambizioso piano di vendita attenuerebbe ulteriormente i seri e persistenti timori di violazione del divieto di finanziamento monetario.

10 La cooperazione internazionale ed europea

10.1 Le relazioni europee

Nel 2017 la BCE ha proseguito l'intenso dialogo con i consessi e le istituzioni europee fra cui il Consiglio europeo, il Consiglio Ecofin, l'Eurogruppo, il Parlamento e la Commissione europea. Il completamento dell'unione bancaria, l'ulteriore approfondimento dell'Unione economica e monetaria (UEM) e gli aspetti legati al rafforzamento della convergenza in ambito economico nell'area dell'euro sono stati alcuni degli argomenti in agenda negli incontri dell'Eurogruppo e del Consiglio Ecofin ai quali hanno partecipato il Presidente della BCE e altri membri del Comitato esecutivo.

Il rafforzamento dell'Unione economica e monetaria

Nel 2017 si sono svolti ulteriori dibattiti sul rafforzamento dell'UEM e più in generale sul futuro percorso dell'integrazione europea.

La BCE ha partecipato a varie discussioni concernenti il consolidamento del quadro di governance economica e fiscale. Nell'ambito di questi dibattiti, la BCE ha costantemente sottolineato la necessità di un'applicazione coerente, sia nel tempo sia tra i vari Stati membri, delle disposizioni del Patto di stabilità e crescita e della procedura per gli squilibri macroeconomici. In quest'ottica, i progressi realizzati finora sono poco soddisfacenti.

L'applicazione completa delle regole di bilancio e il coordinamento più efficace delle politiche economiche sono un prerequisito per creare la fiducia tra gli Stati membri necessaria all'ulteriore rafforzamento dell'UEM.

Per quanto riguarda l'integrazione finanziaria europea, sono stati compiuti ulteriori passi per portare avanti il progetto dell'unione bancaria. La BCE ha intrapreso un'iniziativa di vasta portata per creare condizioni di parità concorrenziale tra le banche armonizzando ulteriormente le opzioni e le discrezionalità nazionali previste nella direttiva e nel regolamento sui requisiti patrimoniali in tutti paesi dell'area dell'euro. In veste di autorità di vigilanza, la BCE ha anche adottato ulteriori misure volte a creare condizioni di parità concorrenziale attraverso l'armonizzazione delle prassi di vigilanza in tutta l'area dell'euro. Ad esempio, ha pubblicato alcune [linee guida per le banche](#) su come gestire il problema dei crediti deteriorati in tutta l'unione bancaria.

Parallelamente, nelle sedi dell'UE è proseguito il lavoro tecnico sul passaggio a un sistema europeo di assicurazione dei depositi e a uno strumento comune di sostegno al Fondo di risoluzione unico, ulteriormente sostenuti dalla Comunicazione della Commissione europea sul completamento dell'unione bancaria a ottobre 2017.

Oltre all'attività svolta in veste di autorità di vigilanza, la BCE ha anche partecipato alla definizione dell'accordo sulla gerarchia dei crediti bancari, volto a classificare gli strumenti di debito non garantiti ai fini delle procedure di insolvenza, e di un progetto di regolamento relativo al graduale impatto sul patrimonio di vigilanza di un nuovo principio contabile internazionale (IFRS 9).

Quale complemento all'unione bancaria, un'unione dei mercati dei capitali (UMC) a livello europeo potrebbe favorire un'integrazione finanziaria basata sul capitale azionario, accrescendo la capacità di tenuta dell'UEM agli shock. A tal riguardo, è stato condotto un esame di medio termine dell'UMC e sono stati adottati diversi regolamenti, che comprendono norme in materia di cartolarizzazioni e di fondi europei di capitale di rischio.

L'adempimento degli obblighi di responsabilità democratica

Con la ratifica dei trattati UE, gli Stati membri hanno reso la BCE indipendente e le hanno conferito un chiaro mandato di garantire la stabilità dei prezzi. L'obbligo di dar conto del proprio operato costituisce il necessario contrappeso a tale indipendenza, che permette alla BCE di agire in linea con il suo mandato democratico, al riparo da influenze politiche o da qualsiasi forma di pressione poco lungimirante. La responsabilità, d'altra parte, assicura che l'indipendenza non produca arbitrarietà e che il mandato venga assolto.

Il Trattato sul funzionamento dell'Unione europea stabilisce che la BCE è tenuta a rendere conto del proprio operato in primo luogo davanti al Parlamento europeo, in quanto istituzione che riunisce i rappresentanti eletti dei cittadini dell'UE. Nel 2017 il Presidente della BCE ha partecipato a quattro delle audizioni periodiche della Commissione parlamentare per i problemi economici e monetari¹²⁷. In tali occasioni gli europarlamentari hanno insistito sulla politica monetaria della BCE (soprattutto sulle misure non convenzionali), sul futuro dell'UEM e dell'UE, come pure sulle altre politiche per il settore finanziario. Sono state anche formulate interrogazioni sui rischi esterni per le prospettive economiche, comprese quelle legate all'incertezza politica.

La BCE assolve altresì ai suoi obblighi di rendicontazione attraverso un'informativa periodica e attraverso le risposte alle interrogazioni scritte presentate dai membri del Parlamento europeo. Nel 2017 il Presidente della BCE ha ricevuto 53 lettere contenenti interrogazioni di questo tipo, le cui risposte sono state pubblicate sul sito Internet¹²⁸. Il Presidente ha risposto a un totale di 138 quesiti posti in forma scritta e orale (nel corso di audizioni) da membri del Parlamento europeo, in linea con gli elevati standard della BCE per quanto riguarda la responsabilità per il proprio operato e la trasparenza. La maggior parte delle interrogazioni riguarda l'attuazione delle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE, i programmi di aggiustamento macroeconomico e l'evoluzione dei saldi Target2.

¹²⁷ Le dichiarazioni introduttive sono disponibili sul [sito Internet della BCE](#).

¹²⁸ Tutte le risposte del Presidente della BCE alle domande dei parlamentari europei sono pubblicate nella sezione dedicata del [sito Internet della BCE](#).

La BCE è altresì tenuta a rendere conto davanti al Parlamento europeo e al Consiglio dell'UE delle proprie attività di vigilanza bancaria¹²⁹. Maggiori informazioni al riguardo sono reperibili nel [Rapporto annuale della BCE sulle attività di vigilanza per il 2017](#).

10.2 Le relazioni internazionali

G20

Con il rafforzamento della ripresa a livello internazionale, la presidenza tedesca del G20 si è dedicata a rafforzare la capacità di tenuta delle economie e a portare avanti gli impegni assunti in passato. In particolare, i ministri delle finanze e i governatori delle banche centrali dei paesi del G20 hanno confermato gli impegni sottoscritti in precedenza in merito ai tassi di cambio e i capi di governo hanno ribadito la volontà di resistere alle spinte protezionistiche. Il G20 ha anche intensificato le iniziative volte a monitorare l'efficacia delle politiche a sostegno di una crescita forte, sostenibile, inclusiva ed equilibrata attraverso un approccio articolato in tre fasi, con un'attenzione particolare alle riforme strutturali, che restano cruciali per migliorare le prospettive economiche di medio periodo. Similmente è proseguito il processo di completamento e attuazione dell'agenda regolamentare, che prevede misure tese a rafforzare la capacità di tenuta del sistema bancario ombra e a monitorare gli effetti delle riforme in materia di regolamentazione finanziaria. Il G20 ha compiuto progressi anche nell'ambito della cooperazione fiscale internazionale e della trasparenza finanziaria, rinnovando inoltre il proprio impegno a migliorare l'architettura finanziaria internazionale e la rete di sicurezza finanziaria globale. Il G20 e le altre istituzioni internazionali, come il Fondo monetario internazionale (FMI) e l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, hanno anche concentrato la propria attenzione su come migliorare il sistema alla base dei flussi internazionali di capitali. Infine, il G20 ha lanciato l'iniziativa "Compact with Africa" per incrementare gli investimenti privati in tutto il continente africano.

Le questioni di policy connesse all'FMI e all'architettura finanziaria internazionale

La BCE ha continuato a svolgere un ruolo attivo nei dibattiti sul sistema monetario e finanziario internazionale tenutisi presso l'FMI e in altre sedi, promuovendo una prospettiva europea comune dal punto di vista proprio di una banca centrale.

Diverse iniziative sono state intraprese per rafforzare la rete di sicurezza finanziaria globale (Global Financial Safety Net, GFSN). Nel rivedere l'insieme dei suoi strumenti per l'erogazione dei prestiti, l'FMI ha introdotto un nuovo approccio di

¹²⁹ Le risposte scritte della Presidente del Consiglio di vigilanza della BCE alle domande dei parlamentari europei sono pubblicate sul [sito Internet della Vigilanza bancaria della BCE](#).

coordinamento delle politiche che permette ai paesi di segnalare il proprio impegno in termini di riforme economiche e di sbloccare finanziamenti da altre fonti. Il Consiglio di amministrazione del Fondo ha approvato nuovi principi e modalità di collaborazione tra l’FMI e gli accordi finanziari regionali (Regional Financing Arrangements, RFA), riflettendo la sempre maggior importanza di questi ultimi nell’ambito della GFSN.

Nel 2017 il Fondo ha lanciato il suo primo programma di valutazione del settore finanziario (Financial Sector Assessment Program, FSAP) dell’area dell’euro, un passo importante per la sorveglianza sul settore finanziario. Si tratta di un esercizio di ampia portata che coinvolge diverse istituzioni europee, tra cui la BCE nel suo duplice ruolo di banca centrale e autorità di vigilanza – che informerà e quindi faciliterà lo svolgimento di Programmi FSAP a livello di paesi membri.

Per quanto riguarda le quote e la governance del Fondo, nel 2017 è proseguita l’attività della quindicesima revisione delle quote. Resta fondamentale l’esistenza di un FMI forte, basato su quote di partecipazione e dotato di risorse adeguate, che svolga un ruolo centrale nel sistema monetario internazionale.

La cooperazione internazionale tra banche centrali

La BCE ha rafforzato la cooperazione con le banche centrali al di fuori dell’UE, in linea con l’importante ruolo che svolge sia nell’economia mondiale sia come istituzione europea.

In due occasioni l’Eurosistema ha avuto incontri ad alti livelli con le banche centrali dei paesi del Mediterraneo e con quelle della regione del Golfo. Relativamente alla cooperazione bilaterale, la BCE ha intensificato la sua cooperazione con la banca centrale della Repubblica del Sud Africa (South African Reserve Bank) e sono proseguiti i contatti di alto livello e i dibattiti tra esperti delle banche centrali dei paesi emergenti del G20 che hanno sottoscritto un protocollo di intesa con la BCE. Infine, la BCE ha continuato ad ampliare il raggio d’azione della propria cooperazione, soprattutto in America latina, in Asia e in Africa.

Come istituzione dell’UE, la BCE ha continuato a cooperare con le banche centrali dei paesi che potrebbero, in prospettiva, entrare a far parte dell’Unione europea, in particolare tramite una serie di seminari regionali organizzati in stretta collaborazione con le banche centrali nazionali dell’UE. Infine, la BCE ha continuato la sua stretta cooperazione con le banche centrali nazionali dell’UE sulla governance delle sue attività di cooperazione con le banche centrali dei paesi esterni all’Unione europea. Nel 2017 il Consiglio direttivo e il Consiglio generale hanno approvato un documento intitolato “International Central Bank Cooperation: ESCB Best Practices”¹³⁰, che definisce la logica, i principi e le modalità della cooperazione internazionale tra banche centrali a livello tecnico e manageriale.

¹³⁰ Le migliori prassi del SEBC sono consultabili sul [sito Internet della BCE](#).

11 L'attività di comunicazione esterna

11.1 La comunicazione al centro della politica della BCE

In considerazione della crescente importanza della comunicazione nel promuovere l'efficacia delle decisioni di policy, dar conto del proprio operato e consolidare la reputazione delle banche centrali, a novembre 2017 la BCE ha organizzato la sua prima [conferenza sulla comunicazione nelle banche centrali](#) (ECB Central Bank Communications Conference). La conferenza ha riunito rappresentanti provenienti da banche centrali, mondo politico, mezzi di informazione, mercati finanziari e mondo accademico per discutere alcuni temi oggi fondamentali per una banca centrale: come utilizzare la comunicazione per accrescere l'efficacia delle scelte di policy e tutelare la reputazione, come migliorare la trasparenza per assicurare l'accountability della banca centrale e come formulare messaggi chiari rivolti ad un pubblico più ampio, al fine di ricostruire la fiducia e rafforzare il sostegno dell'opinione pubblica a favore dell'indipendenza della banca centrale.

[Dibattito tra esperti alla conferenza della BCE sulla comunicazione nelle banche centrali](#)



David Wessel (Brookings Institution), Janet Yellen (Federal Reserve), Mario Draghi (BCE), Mark Carney (Bank of England) e Haruhiko Kuroda (Banca del Giappone) alla conferenza della BCE sulla comunicazione nelle banche centrali, 14 novembre 2017.

La conferenza ha definito alcuni messaggi di fondamentale rilevanza per la BCE. Innanzitutto, la comunicazione non può sostituire una buona policy. In secondo luogo, la comunicazione in quanto strumento esplicito di politica monetaria, come nel caso delle "indicazioni prospettiche", si è rivelata efficace e di successo e sarà fra gli strumenti a disposizione della BCE anche per il futuro. In terzo luogo, le banche centrali devono impegnarsi in una comunicazione vera, a due direzioni, per evitare di trovarsi ad ascoltare l'eco della propria voce. Infine, le banche centrali devono

andare oltre l'ambito a loro familiare dei mercati, degli esperti e dei mezzi di informazione specializzati e raggiungere un pubblico nuovo con modalità innovative. Per riconquistare la fiducia del pubblico, le banche centrali devono impegnarsi con sempre maggior forza a far conoscere il proprio operato e spiegare come esso sia, in ultima istanza, al servizio del bene pubblico. Queste importanti conclusioni si trovano già riflesse in molte delle attività svolte dalla BCE in tema di comunicazione, in particolare in una serie di importanti iniziative avviate nel 2017. Alla base dell'impegno della BCE in materia è la volontà di migliorare l'interazione con gli stakeholder interni ed esterni, sia con incontri diretti sia per il tramite della tecnologia digitale.

11.2 Migliorare la divulgazione

Nel 2017, la BCE ha fatto ulteriori passi per migliorare la divulgazione, in particolare con l'apertura del [Centro visitatori della BCE](#) a ottobre. Il nuovo spazio, situato nell'edificio principale della BCE a Francoforte, è stato allestito e ampliato nell'arco di due anni e consente ai cittadini europei e di altri paesi di informarsi sulla BCE, sui suoi compiti e sulla sua missione.

Grafica del Centro visitatori della BCE



L'idea cui si ispira il Centro visitatori si articola su quattro elementi fondamentali, con l'euro come tema unificatore. La sezione "Maintain" esplora il modo in cui la BCE mantiene la stabilità di prezzi. La sezione "Safeguard" si concentra sul ruolo della BCE nella promozione della stabilità finanziaria e nella vigilanza bancaria. La sezione "Connect" sottolinea i compiti della BCE nello sviluppo dei sistemi di pagamento e nella produzione di banconote in euro. La sezione "Achieve" offre una prospettiva europea più ampia, sottolineando i successi dell'Europa. La visita prevede la partecipazione attiva del pubblico, con l'inclusione di oggetti da toccare, giochi, video e una riproduzione della sala riservata alle riunioni del Consiglio direttivo. A partire dal 2018 si prevede un flusso di circa 40.000 persone l'anno per il Centro visitatori, che triplicherà pertanto la capacità della BCE di accogliere gruppi. Nel 2017, la BCE ha ospitato a Francoforte 811 gruppi di visitatori, aprendo le porte

a oltre 22.700 visitatori esterni provenienti da 42 paesi. Queste visite di solito comprendono seminari mirati agli specifici interessi del pubblico e offrono ampie opportunità di coinvolgimento e dialogo autentici.

La BCE ha inoltre dedicato ulteriori risorse al coinvolgimento dei giovani con il lancio dei primi due [Youth Dialogue](#) a Lisbona e a Dublino, incontri che utilizzano un formato interattivo che consente agli studenti di rivolgere domande direttamente al Presidente della BCE. Un'altra modalità innovativa di entrare in contatto con i giovani è stata l'[Euro Video Challenge](#), con il quale la BCE ha invitato i giovani cittadini europei a produrre un filmato breve e coinvolgente che renda accessibile ai loro coetanei un argomento di economia legato al lavoro della BCE. Queste nuove iniziative divulgative si integrano con altre già esistenti, come la gara [Generation Euro Students' Award](#), alla sua settima edizione nel 2017, e la giornata a porte aperte per i bambini dagli 8 ai 12 anni, organizzata in collaborazione con il famoso programma televisivo tedesco loro dedicato "Die Sendung mit der Maus".

Nella stessa ottica, è proseguito l'impegno della BCE a coinvolgere, tramite Internet e i social media, persone diverse per età, formazione culturale, interessi professionali e personali. Il [sito Internet della BCE](#), che conta 137.000 pagine, nel 2017 ha avuto circa 18 milioni di visitatori da tutto il mondo. Fra le sezioni più apprezzate del sito vi sono quelle chiamate "Facciamo chiarezza", che si propongono di fornire risposte a questioni complesse riguardanti le scelte di policy della banca centrale, ad esempio "[Perché i tassi di interesse sono bassi?](#)", "[Come funziona l'allentamento quantitativo](#)" o "[Cosa sono i crediti deteriorati \(NPL\)?](#)", e di rendere le informazioni accessibili a tutti, in 24 lingue diverse. Sui social media, nel 2017 l'[account Twitter della BCE](#) è stato seguito da oltre 400.000 utenti, mentre il profilo [LinkedIn](#) e il canale [YouTube](#) della Banca vantano rispettivamente oltre 50.000 e 16.000 iscritti.

A marzo 2017, la BCE ha ricevuto il [Premio per la buona amministrazione](#) dal Mediatore europeo, nella categoria "Eccellenza nella comunicazione", come riconoscimento dell'approccio innovativo adottato nella comunicazione, sia attraverso il sito Internet e i relativi formati multimediali, sia attraverso iniziative divulgative. Particolare importanza ha rivestito l'impegno a rendere la BCE accessibile ai cittadini e aiutarli a comprendere quali siano i compiti ad essa affidati e il ruolo svolto e, più in generale, l'esempio di "buona amministrazione pubblica, cultura di servizio e impegno nel produrre un impatto positivo diretto e visibile sulle vite dei cittadini dell'UE".

12 Governance interna e istituzionale

Nel 2017 gli organi decisionali della BCE (il [Consiglio direttivo](#), il [Comitato esecutivo](#) e il [Consiglio generale](#)) hanno proseguito la gestione del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) conformemente alle rispettive responsabilità, come previsto dal [Trattato sull'Unione europea e dal Trattato sul funzionamento dell'Unione europea](#), dallo [Statuto del SEBC e della BCE](#) e dai [regolamenti interni](#). Il Presidente e il Vicepresidente della BCE hanno tenuto regolari [conferenze stampa](#) per riferire sugli

esiti delle otto riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo che hanno avuto luogo nel 2017. Sul sito Internet della BCE sono stati pubblicati nel corso dell'anno i [resoconti](#) di tali riunioni e le altre [decisioni](#) adottate dal Consiglio direttivo.

Nel gennaio 2017 il Comitato esecutivo ha celebrato la riunione numero mille, continuando ad attuare la politica monetaria in conformità con le decisioni adottate dal Consiglio direttivo e a gestire gli affari correnti della BCE. La riunione del Consiglio direttivo che una volta all'anno viene organizzata in una sede diversa dalla BCE si è tenuta per la prima volta nella regione baltica, a Tallinn. Le riunioni fuori sede consentono ai membri del Consiglio direttivo di conoscere le ricchezze e le diversità esistenti nell'area dell'euro, offrendo al contempo ai cittadini europei l'opportunità di approfondire la conoscenza della BCE e del suo mandato. Il Consiglio generale ha proseguito il dibattito su tematiche rilevanti per il SEBC, anche in occasione di un seminario sulla capacità dell'ecosistema finanziario di resistere agli attacchi informatici. Al fine di garantire la separazione della funzione di politica monetaria e degli altri compiti della BCE dalle responsabilità di vigilanza, come previsto dal [Regolamento \(UE\) n. 1024/2013 del Consiglio](#), il Consiglio direttivo tiene apposite riunioni per le questioni di vigilanza. Informazioni più dettagliate sulla funzione di vigilanza della BCE e sul suo organo di indirizzo, il [Consiglio di vigilanza](#), sono disponibili sul [sito Internet della vigilanza bancaria della BCE](#) e nel [Rapporto annuale della BCE sulle attività di vigilanza 2017](#).

I comitati dell'Eurosistema/SEBC hanno continuato a svolgere un ruolo di supporto agli organi decisionali della BCE nell'espletamento dei propri compiti, in composizione Eurosistema, SEBC o in quella prevista per il Meccanismo di vigilanza unico (MVU) quando si tratti di tematiche di vigilanza (ovvero con la partecipazione di un rappresentante della banca centrale e di un rappresentante dell'autorità nazionale competente (ANC) di ciascuno Stato membro partecipante).

Il sistema di governance della BCE ricomprende due comitati di alto livello: il [Comitato di audit](#) e il [Comitato etico](#), nonché ulteriori [livelli di controllo esterni e interni](#). Completano il sistema [norme etiche](#) di elevato standard, un [quadro regolamentare per le indagini antifrode](#) e un [regime di trasparenza](#).

Integrità, apertura e buona amministrazione sono essenziali per mantenere la fiducia dei soggetti interessati e della collettività. L'Ufficio di conformità e governance, che riferisce direttamente al Presidente della BCE, coadiuva il Comitato esecutivo nel preservare l'integrità e la reputazione della BCE, promuovendo standard etici di comportamento.

Per sottolineare l'importanza di una condotta appropriata sotto il profilo etico, nel 2017 il Comitato esecutivo ha avviato corsi di formazione obbligatori su etica e integrità rivolti a tutti i dipendenti della BCE. A livello di Eurosistema e di MVU, nel 2017 il Consiglio direttivo ha istituito una Task force dei responsabili per l'etica e la conformità con il compito di adottare standard minimi comuni in materia di condotta etica e agevolare il dialogo e la collaborazione tra la BCE, le BCN e le ANC.

Nel quadro dell'impegno in tema di apertura e responsabilità per il proprio operato, la BCE intrattiene un dialogo costante, tramite incontri al più elevato livello, con il

settore bancario, gli investitori istituzionali e il settore delle imprese non finanziarie volti a ottenere riscontri mirati da parte degli esperti su questioni cicliche, strutturali, finanziarie e su tematiche di economia reale. Tali incontri sono integrati da contatti e interazioni costanti con i responsabili delle politiche, gli accademici, le associazioni di categoria e la società civile, che forniscono, nel più ampio contesto sociale, contributi sui temi di interesse e informazioni sulle dinamiche dell'economia e dei mercati finanziari. Anche sulle tematiche tecniche la BCE dialoga con un novero altrettanto ampio di parti interessate.

I contatti con gli interlocutori esterni avvengono sulla base di un quadro pubblico e ben definito, che garantisce un livello appropriato di trasparenza e pari opportunità di accesso.

Nell'ambito del proprio obiettivo di trasparenza, la BCE pubblica anche i calendari degli impegni di tutti i membri del Comitato esecutivo e quelli del Presidente e del Vicepresidente del Consiglio di vigilanza.

In tema di accesso del pubblico ai documenti, il regime di trasparenza della BCE è in linea con gli obiettivi e i criteri applicati dagli altri organi e istituzioni dell'UE. Il regime coniuga il diritto alla trasparenza con la necessità di tutelare la riservatezza di talune materie connaturate all'esercizio delle funzioni della BCE. Un significativo aumento del numero e della complessità delle richieste di accesso ai documenti da parte di cittadini e autorità nazionali è stato riscontrato in ragione dell'ampia portata delle attività della BCE.

13 Sviluppi organizzativi e delle risorse umane

Nel settembre 2017 la BCE ha definito una nuova Strategia aziendale per il biennio 2018-2020. Tale strategia delinea la visione dell'istituto e fissa priorità e obiettivi per consentire alla BCE di adattarsi a un mondo in continua evoluzione, rimanendo fedele al proprio mandato. Essa si fonda su quattro priorità che riflettono la missione dell'istituto: a) mantenere la stabilità dei prezzi; b) salvaguardare il sistema finanziario; c) rafforzare la propria reputazione quale istituzione di prim'ordine e d) ispirare, sviluppare e coinvolgere il proprio personale.

A tal fine, il Comitato esecutivo ha valutato le tendenze e le sfide, interne ed esterne, rilevanti per l'istituto. In particolare, tra le sfide esterne rilevano: un contesto di bassa inflazione che richiede strumenti non convenzionali di politica monetaria; l'incertezza legata alla Brexit; i rischi correlati alla sicurezza informatica. Sul versante interno, la BCE è esposta a sfide quali l'ulteriore ottimizzazione dei servizi, il potenziamento della capacità dell'organizzazione di adattarsi ai cambiamenti e la canalizzazione dei progressi tecnologici, oltre al rafforzamento della collaborazione e della condivisione di informazioni tra le diverse funzioni aziendali.

A fini strategici, sono stati costituiti gruppi con personale delle diverse funzioni per sviluppare obiettivi di medio termine basati sulle quattro priorità strategiche, che dunque sono state ulteriormente segmentate per ciascuna funzione. A intervalli regolari, la BCE esaminerà questi obiettivi e i progressi compiuti.

La strategia rappresenta un piano che permette alla BCE di concentrarsi su ciò che è davvero importante. Traccia la rotta dell'istituto per i prossimi tre anni, aiutando la BCE ad agire a beneficio dei cittadini dell'area dell'euro.

Sviluppi nella gestione delle risorse umane

Nel 2017, la BCE ha continuato a lavorare sulle basi gettate nel 2016 per rafforzare la propria attitudine alla cultura del talento, alla leadership e alla gestione delle competenze. Il programma di sviluppo della leadership (Leadership Growth Programme), pilastro fondamentale del rafforzamento delle capacità manageriali, è stato avviato all'inizio dell'anno e seguito da più dell'80 per cento del target. A livello SEBC è stato avviato un programma di inserimento per alti dirigenti di recente nomina. La Strategia aziendale BCE per il biennio 2018-2020 continuerà a perseguire questo importante obiettivo di rafforzare la leadership e promuovere il rafforzamento delle competenze manageriali in tutta la BCE.

Al tempo stesso, sono state introdotte numerose iniziative per diffondere la cultura del talento e dell'eccellenza professionale nella vita quotidiana della BCE. Queste includono: un quadro delle capacità e un modello razionalizzato delle competenze; un esercizio strategico di pianificazione del personale; un assetto aggiornato di gestione e sviluppo delle prestazioni (Performance Management & Development), che include l'inserimento a cascata di priorità strategiche negli obiettivi del personale; l'introduzione dell'e-learning obbligatorio in tema di etica, completato da più di 4.000 persone; l'introduzione di un nuovo programma di supporto al riorientamento professionale (ECB Career Transition Support), che assiste il personale nell'intraprendere carriere alternative, di cui beneficeranno circa 200 membri dello staff. L'attuazione di iniziative, all'interno di un quadro di gestione personalizzata dei talenti, per attrarre, sviluppare e trattenere talenti spiccati e diversificati resterà tra i principali obiettivi strategici della BCE.

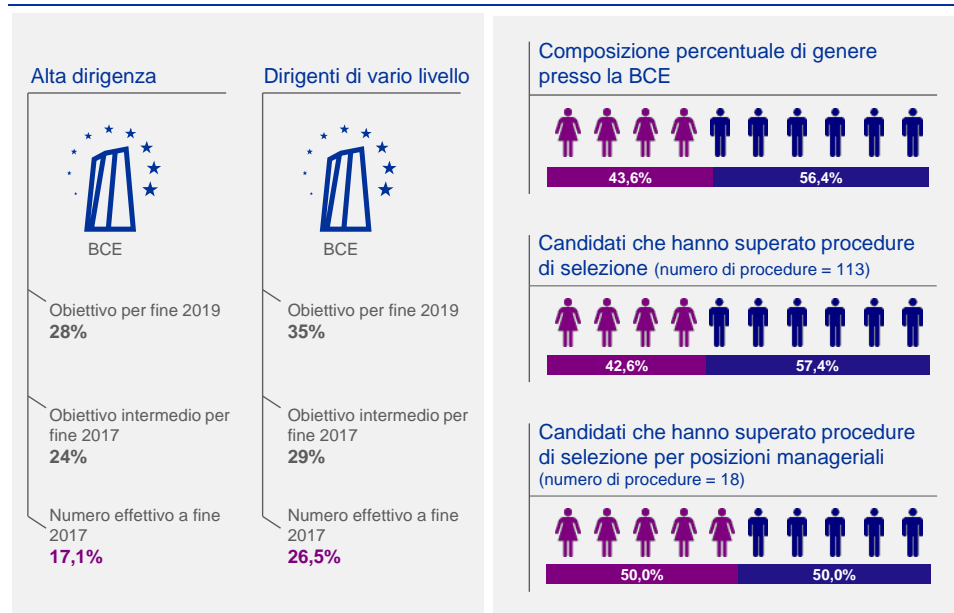
Inoltre, durante il 2017, la BCE ha continuato a impegnarsi nel promuovere la diversità come uno dei fattori chiave a supporto di performance e successo. In quanto organizzazione fondata sul merito, la BCE incarna i valori della diversità quali rispetto, equità, inclusività e pari opportunità per i membri del proprio personale al di là di genere, nazionalità, religione, orientamento sessuale, origine etnica, età, contesto culturale d'origine e disabilità. Le attività svolte nel 2017 includono gli eventi dei Giorni della valorizzazione della diversità (Diversity Days) con la presenza di oratori del mondo accademico e della vita pubblica, la creazione della sezione dedicata alle differenze sul sito della BCE e l'innalzamento della bandiera arcobaleno nella Giornata internazionale contro l'omofobia, la transfobia e la bifobia (International Day Against Homophobia, Transphobia and Biphobia, IDAHOT).

Per ottenere un maggiore equilibrio di genere, obiettivo aziendale strategico della BCE, sono stati definiti degli obiettivi di genere per la fine del 2019, con una serie di misure di sostegno per aiutare la BCE a raggiungerli. Tali misure includono la focalizzazione sulla leadership inclusiva, gli ambasciatori delle diversità in ogni area

organizzativa, il tutoraggio, un programma formativo dedicato alle “donne dirigenti”, una giornata a porte aperte per i talenti femminili e un ampliamento delle opportunità per forme di lavoro flessibili.

Figura 3

Obiettivi di genere e quota femminile del personale della BCE



Fonte: BCE.

Note: la composizione percentuale di genere della BCE fa riferimento ai membri del personale che ricoprono posizioni a tempo determinato e indeterminato. I dati sulle assunzioni tengono in considerazione le campagne di assunzione, sia interne che esterne, per posizioni a tempo determinato che si sono chiuse nel 2017. Dati aggiornati al 31 dicembre 2017.

Nel 2017 molti aspetti del rapporto di lavoro sono stati affrontati nel contesto di un programma di lavoro congiunto con i rappresentanti del personale: uno sforzo considerevole intrapreso per migliorare il dialogo sociale presso la BCE. Questo programma copre sei aree di lavoro fondamentali, ovvero: benessere, salute e sicurezza; avanzamento professionale e gestione della performance; politica contrattuale; diversità e inclusione; assunzioni; meccanismi di partecipazione del personale. I rappresentanti dello staff, in tali ambiti, hanno fornito validi spunti su diversi aspetti decisionali e di policy.

A livello SEBC, è stato formato il secondo gruppo di tirocinanti, 31 in totale, nell'ambito del programma di tirocinio della vigilanza bancaria europea, ed è stato avviato il Programma Schuman, una nuova iniziativa in cui 30 elementi del personale nell'intero sistema sono stati chiamati a contribuire a uno specifico progetto presso un altro istituto dove vengono distaccati per un massimo di 9 mesi. È stata inoltre creata una task force sulla mobilità per incoraggiare significative rotazioni di personale in tutto il sistema.

Al 31 dicembre 2017 la BCE aveva un organico approvato di 3.252 unità a tempo pieno (FTE), a fronte di 2.898,5 unità alla fine del 2016. L'organico effettivo della BCE risultava pari a 3.384 unità equivalenti a tempo pieno (rispetto a 3.171 al 31

dicembre 2016)¹³¹. Nel 2017 sono stati offerti in totale 246 nuovi contratti a tempo determinato (convertibili o meno in contratti a tempo indeterminato) e 393 contratti a breve termine, in aggiunta ad alcune estensioni di contratto per coprire assenze di personale inferiori a un anno. Nel corso del 2017 la BCE ha continuato a offrire contratti a breve termine per periodi fino a 36 mesi a personale proveniente da BCN e organizzazioni internazionali. Al 31 dicembre 2017 lavoravano alla BCE con varie funzioni 232 dipendenti di BCN e organizzazioni internazionali, il 7 per cento in meno rispetto alla fine del 2016. A settembre 2017 la BCE ha accolto 15 partecipanti nell'ambito della dodicesima edizione del suo Graduate Programme e al 31 dicembre 2017 ospitava 376 tirocinanti (il 18 per cento in più rispetto al 2016). Inoltre, ha assegnato due borse di ricerca nell'ambito del Wim Duisenberg Research Fellowship Programme, aperto a economisti di spicco, e altre cinque borse a giovani ricercatori nell'ambito del Lamfalussy Fellowship Programme.

Mentre si osserva a livello complessivo un leggero incremento del numero di dipendenti, nel 2017 hanno lasciato la BCE per dimissioni o pensionamento 113 dipendenti con contratto a tempo determinato o indeterminato (rispetto ai 56 del 2016) e nel corso dello stesso anno sono giunti a scadenza 344 contratti a breve termine.

¹³¹ Oltre ai contratti basati su posizioni FTE, la cifra include i contratti a breve termine sottoscritti con personale distaccato dalle BCN e da organizzazioni internazionali e i contratti dei partecipanti al Graduate Programme.

Bilancio

2017

Relazione sulla gestione	A 2
Bilancio della BCE	A 24
Stato patrimoniale al 31 dicembre 2017	A 24
Conto economico per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2017	A 26
Criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio	A 27
Note allo stato patrimoniale	A 36
Operazioni "fuori bilancio"	A 53
Note al conto economico	A 55
Relazione del revisore	A 63
Nota sulla distribuzione degli utili/ ripartizione delle perdite	A 67

Relazione sulla gestione

1 Finalità della relazione sulla gestione della BCE

La relazione sulla gestione intende fornire informazioni di contesto relative al bilancio della BCE, di cui costituisce parte integrante¹. Poiché le attività e le operazioni condotte dalla BCE sono finalizzate a sostenere i suoi obiettivi di policy, la situazione finanziaria e il risultato economico della Banca vanno considerati in questa ottica.

La relazione illustra pertanto le operazioni e le attività fondamentali svolte dalla BCE e il loro impatto sul bilancio. Inoltre analizza i principali andamenti dello stato patrimoniale e del conto economico nel corso dell'esercizio e offre informazioni sulle risorse finanziarie della BCE. Infine, descrive il contesto in cui opera la BCE in termini di esposizione ai rischi, sia finanziari che operativi, indicando al tempo stesso le politiche di gestione adottate per la loro mitigazione.

2 Attività svolte dalla BCE

La BCE fa parte dell'Eurosistema, il cui obiettivo primario è il mantenimento della stabilità dei prezzi. I compiti principali della BCE, descritti nello Statuto del SEBC², comprendono l'attuazione della politica monetaria dell'area dell'euro, la conduzione delle operazioni in cambi, la gestione delle riserve ufficiali dei paesi dell'area dell'euro e la promozione del regolare funzionamento dei sistemi di pagamento.

La BCE è altresì responsabile del funzionamento efficace e coerente del Meccanismo di vigilanza unico (MVU), al fine di esercitare un'azione di vigilanza bancaria intrusiva ed efficace che contribuisca alla sicurezza e alla solidità del sistema bancario nonché alla stabilità del sistema finanziario.

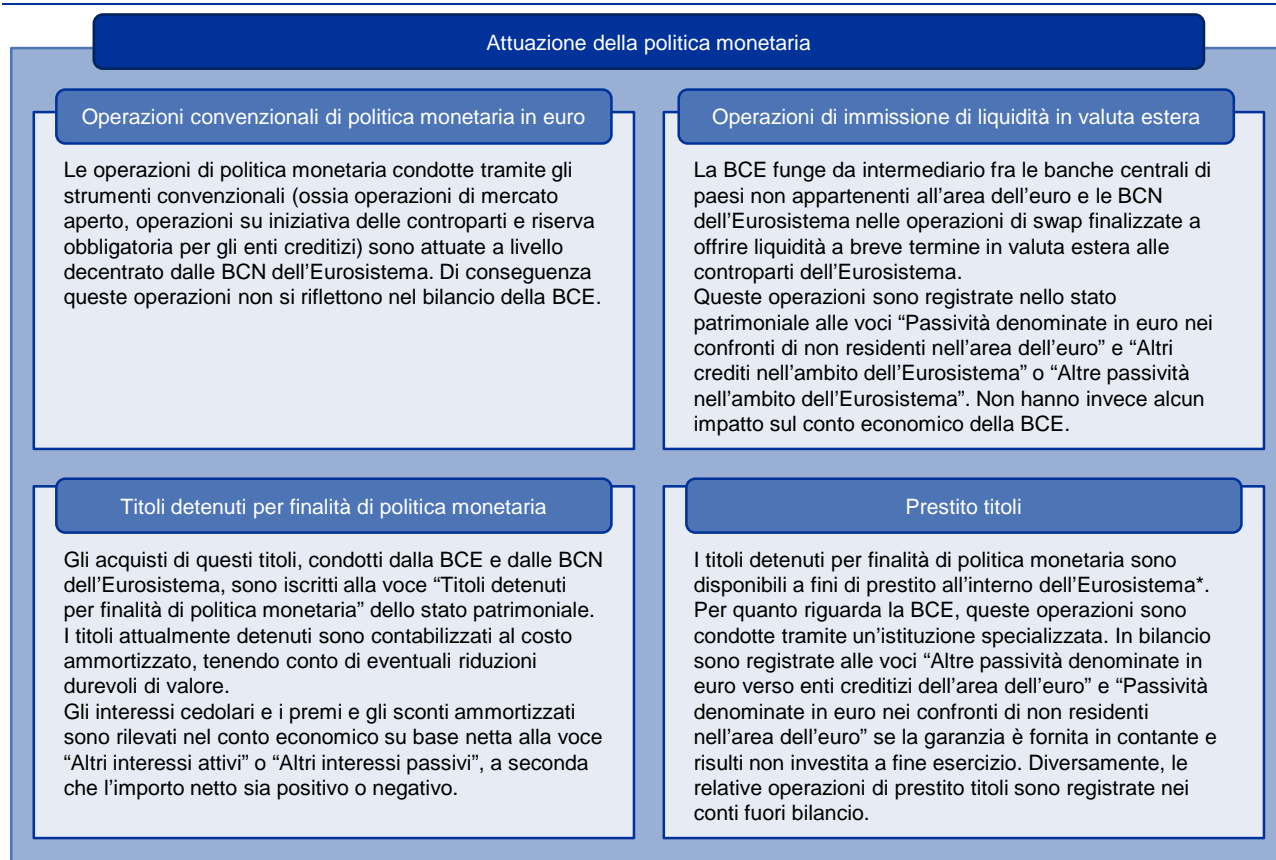
Le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema sono rilevate nei bilanci della BCE e delle banche centrali nazionali (BCN) dei paesi dell'area dell'euro, in linea con il principio di attuazione decentrata della politica monetaria nell'ambito dell'Eurosistema. La figura 1 offre una visione di insieme delle principali operazioni e funzioni svolte dalla BCE per assolvere il proprio mandato e del loro impatto sul bilancio della Banca.

¹ Il "bilancio" in senso stretto comprende lo stato patrimoniale, il conto economico e le relative note. Nell'accezione più ampia include anche la relazione sulla gestione, la relazione del revisore e la nota sulla distribuzione degli utili/ripartizione delle perdite.

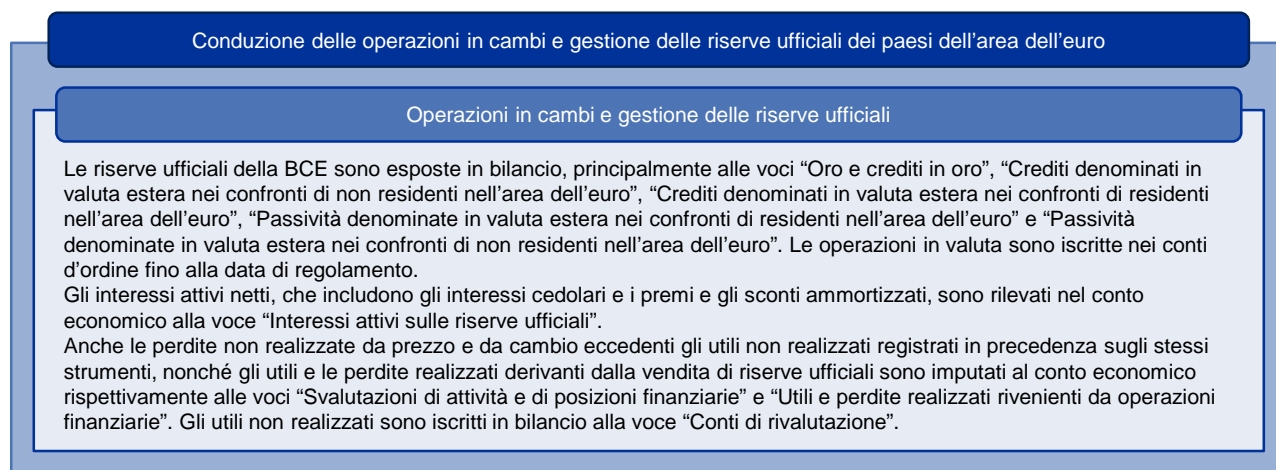
² Protocollo sullo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea.

Figura 1

Attività fondamentali della BCE e relativo impatto sul bilancio



* Per maggiori informazioni sulle operazioni di prestito titoli, cfr. il [sito Internet della BCE](#).



Promozione del regolare funzionamento dei sistemi di pagamento

Sistemi di pagamento (Target2)

I saldi interni all'Eurosistema delle BCN dei paesi dell'area dell'euro verso la BCE derivanti da Target2* sono esposti a livello aggregato nello stato patrimoniale della BCE in un'unica posizione netta attiva o passiva. La remunerazione di tali saldi è imputata al conto economico alle voci "Altri interessi attivi" e "Altri interessi passivi".

* Per maggiori informazioni su Target2, cfr. il [sito Internet della BCE](#).

Contribuire alla sicurezza e alla solidità del sistema bancario nonché alla stabilità del sistema finanziario

Vigilanza bancaria: Meccanismo di vigilanza unico

Le spese annuali sostenute dalla BCE in relazione ai compiti di vigilanza sono recuperate tramite i contributi annuali per le attività di vigilanza a carico dei soggetti vigilati. I contributi sono rilevati alla voce "Proventi netti per provvigioni e commissioni" del conto economico.

La BCE ha inoltre il potere di imporre ai soggetti vigilati sanzioni pecuniarie amministrative per inosservanza della normativa prudenziale bancaria dell'UE (incluse le decisioni di vigilanza della BCE). I relativi proventi sono rilevati alla voce "Proventi netti per provvigioni e commissioni" del conto economico.

Altro

Banconote in circolazione

Alla BCE è stata attribuita una quota pari all'8 per cento del valore totale dei biglietti in euro in circolazione. Tale quota trova contropartita nei crediti verso le BCN, che producono un interesse equivalente al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP). Questo interesse confluisce nella voce "Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema" del conto economico.

I costi derivanti dal trasporto transfrontaliero di banconote in euro fra le officine carte valori e le BCN, per la consegna di biglietti nuovi, e fra le BCN, per la gestione delle scorte, sono sopportati a livello centrale dalla BCE. Tali costi sono esposti nel conto economico alla voce "Servizi di produzione di banconote".

Portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri

Il portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri della BCE è rilevato in bilancio principalmente alla voce "Altre attività finanziarie".

Gli interessi attivi netti, che includono gli interessi cedolari e i premi e gli sconti ammortizzati, sono iscritti nel conto economico alle voci "Altri interessi attivi" e "Altri interessi passivi".

Le perdite da prezzo non realizzate, per la parte eccedente gli utili da prezzo precedentemente registrati sugli stessi strumenti, nonché gli utili e le perdite realizzati derivanti dalla vendita di titoli sono anch'essi imputati al conto economico, rispettivamente alle voci "Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie" e "Utili e perdite realizzati rivenienti da operazioni finanziarie". Gli utili non realizzati da prezzo sono esposti in bilancio alla voce "Conti di rivalutazione".

3 Andamenti finanziari

3.1 Stato patrimoniale

Il grafico 1 presenta le principali componenti dello stato patrimoniale della BCE nel periodo 2013-2017. L'espansione dello stato patrimoniale della BCE, iniziata nel quarto trimestre del 2014, è stata determinata dall'acquisto di titoli nell'ambito del terzo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (third covered bond purchase programme, CBPP3) e del Programma di acquisto di titoli garantiti da attività (asset-backed securities purchase programme, ABSPP). Tale espansione è quindi proseguita negli esercizi successivi, sospinta in particolare dall'acquisto di titoli nell'ambito del Programma di acquisto per il settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP).



65,2 miliardi di euro

Aumento delle attività totali nel 2017

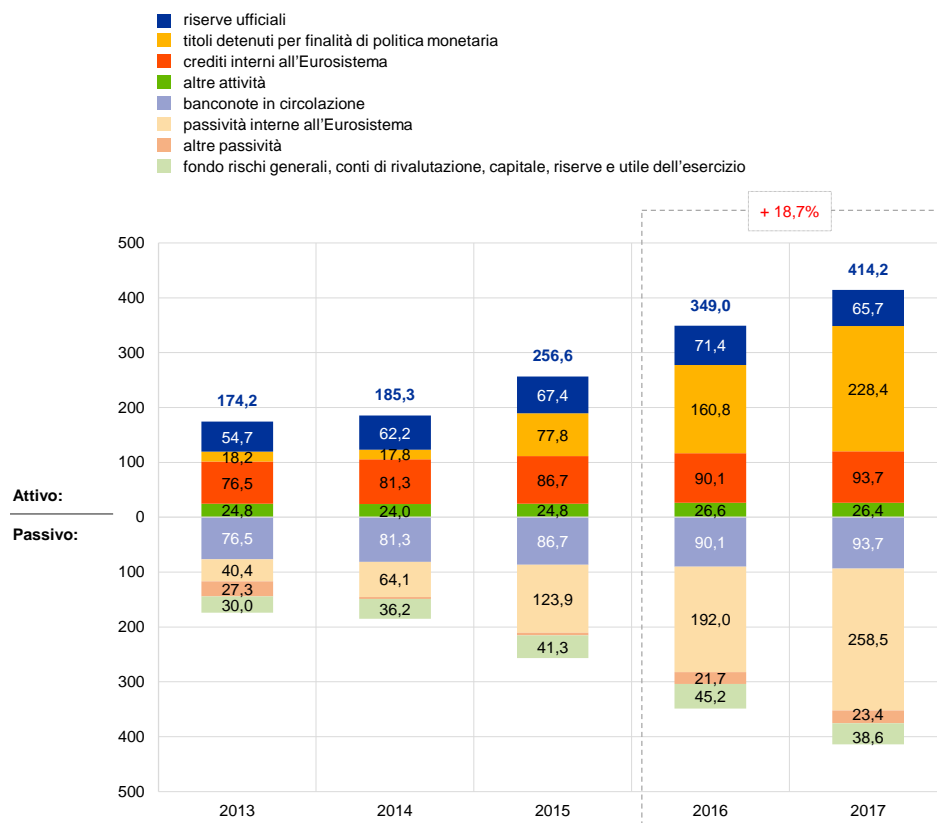
Nel 2017 il **totale attivo della BCE** ammonta a 414,2 miliardi di euro, con un incremento di 65,2 miliardi di euro, principalmente connesso alla quota di acquisti di titoli nell'ambito del Programma di acquisto di attività (PAA)³. Tali operazioni hanno dato luogo a un aumento della voce "Titoli detenuti per finalità di politica monetaria", mentre il loro regolamento in moneta di banca centrale sui conti di Target2 ha determinato un analogo incremento delle "Passività interne all'Eurosistema".

³ Il PAA è costituito dal CBPP3, dall'ABSPP, dal PSPP e dal Programma di acquisto per il settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP). Per maggiori informazioni sul PAA, cfr. il [sito Internet della BCE](#).

Grafico 1

Stato patrimoniale della BCE

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.



55%

delle attività totali: titoli detenuti per finalità di politica monetaria

I titoli denominati in euro acquisiti per finalità di politica monetaria

costituiscono il 55 per cento delle attività totali della BCE a fine esercizio 2017. In questa posta di bilancio la BCE iscrive i titoli acquisiti nel contesto del Programma per il mercato dei titoli finanziari (Securities Markets Programme, SMP), dei tre programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite (CBPP1, CBPP2 e CBPP3), dell'ABSPP e del PSPP⁴. Nel 2017 sono proseguiti gli acquisti di titoli nell'ambito del CBPP3, dell'ABSPP e del PSPP⁵, in base alle decisioni del Consiglio direttivo sul volume mensile complessivo di acquisti per l'Eurosistema e nel rispetto dei criteri di idoneità prestabiliti.



67,6 miliardi di euro

Incremento dei titoli detenuti per finalità di politica monetaria

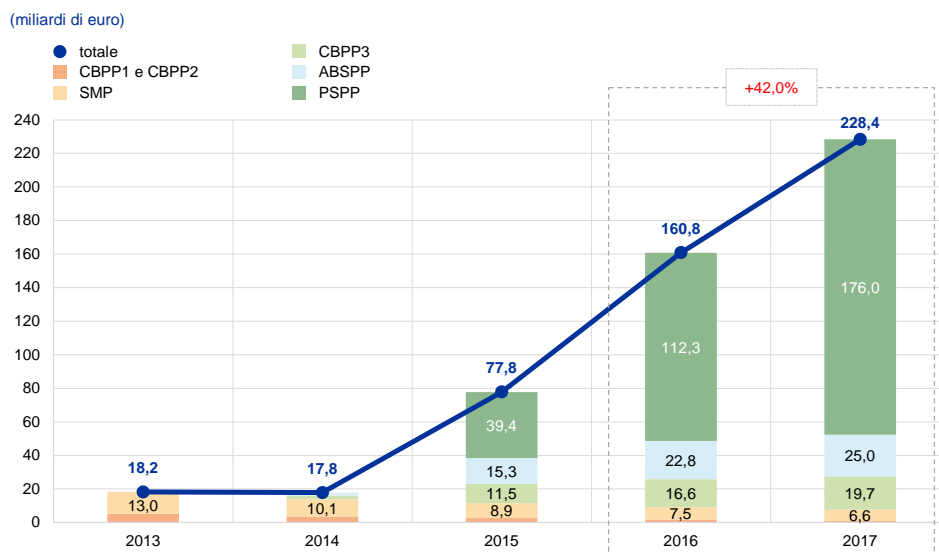
A seguito degli acquisti, nel 2017 il portafoglio dei titoli detenuti dalla BCE per finalità di politica monetaria ammonta a 228,4 miliardi di euro, con un incremento di 67,6 miliardi di euro (cfr. grafico 2), in gran parte dovuto al PSPP. La diminuzione delle consistenze detenute nell'ambito del CBPP1, del CBPP2 e dell'SMP deriva dai rimborsi, che ammontano a 1,5 miliardi di euro.

⁴ La BCE non acquista titoli nell'ambito del CSPP.

⁵ Nel 2017 non sono stati effettuati ulteriori acquisti nel quadro dei primi due programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite né dell'SMP, dal momento che il Consiglio direttivo ha deciso di porre fine a questi programmi.

Grafico 2

Titoli detenuti per finalità di politica monetaria



Fonte: BCE.

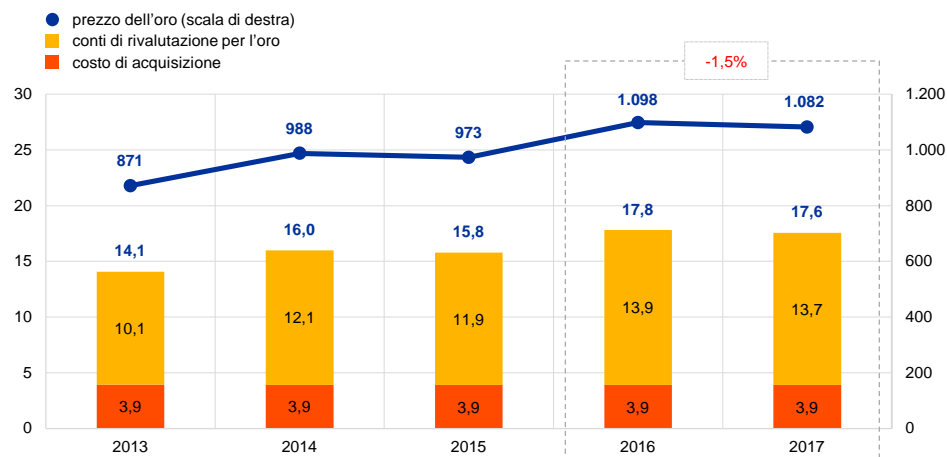
Nel 2017 il controvalore totale in euro delle **riserve in valuta della BCE**, costituite da oro, diritti speciali di prelievo, dollari statunitensi, yen giapponesi e, a partire dal 2017, renminbi cinesi, si è ridotto di 5,7 miliardi di euro, portandosi a 65,7 miliardi di euro.

Il controvalore in euro delle disponibilità e dei crediti in oro della BCE, pari a 17,6 miliardi di euro a fine 2017, mostra un calo di 0,3 miliardi di euro (cfr. grafico 3), a causa della diminuzione del prezzo di mercato dell'oro espresso in euro, mentre il volume delle disponibilità in onces di oro fino resta invariato. Questo calo ha determinato anche una riduzione dei conti di rivalutazione della BCE, che evidenziano una diminuzione di pari importo (cfr. sezione 3.2).

Grafico 3

Disponibilità in oro e prezzo dell'oro

(scala di sinistra: miliardi di euro; scala di destra: euro per oncia di fino)



Fonte: BCE.

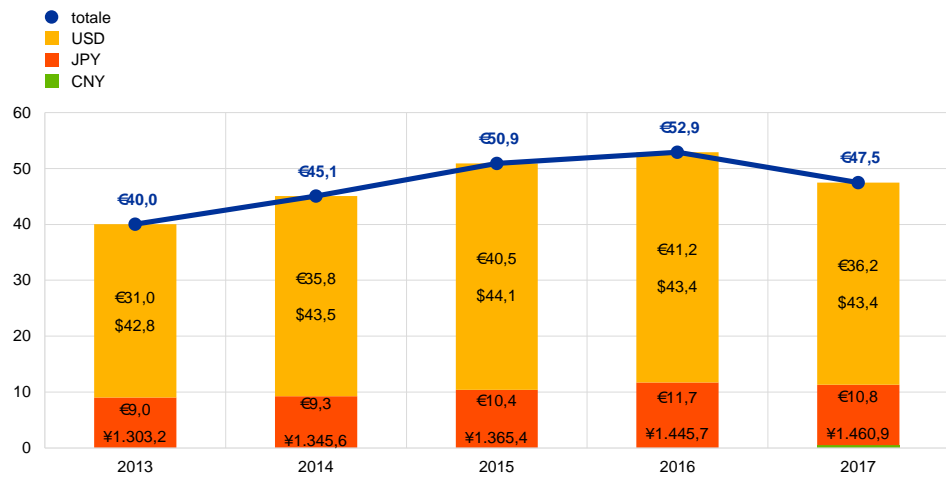


Il controvalore delle consistenze nette in valuta estera detenute dalla BCE si è ridotto a causa dell'apprezzamento dell'euro

Il controvalore in euro delle consistenze nette in valuta estera (dollari statunitensi, yen giapponesi e renminbi cinesi) detenute dalla BCE si è ridotto di 5,4 miliardi, collocandosi a 47,5 miliardi (cfr. grafico 4), principalmente a causa dell'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro statunitense e allo yen giapponese. Tale riduzione si è riflessa anche nella diminuzione dei conti di rivalutazione della BCE (cfr. sezione 3.2).

Grafico 4
Consistenze in valuta estera

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.



La BCE ha aggiunto una componente in renminbi cinesi al portafoglio delle sue riserve valutarie

Nel 2017 la BCE ha investito il controvalore di 0,5 miliardi di euro in renminbi cinesi, che quindi costituiscono la terza divisa estera presente nel portafoglio delle riserve valutarie⁶. La BCE ha finanziato questo investimento vendendo una piccola parte delle proprie disponibilità in dollari statunitensi e reinvestendo l'intero importo in renminbi. Le consistenze in dollari statunitensi continuano a essere la componente principale del portafoglio in valuta estera della BCE, rappresentando circa il 76 per cento del totale.

La BCE gestisce l'attività di investimento delle proprie riserve in valuta articolando il processo in tre fasi. In primo luogo, la funzione di gestione dei rischi della BCE definisce un portafoglio di benchmark strategico e lo sottopone al Consiglio direttivo per approvazione. In una seconda fase i gestori dei portafogli della BCE elaborano un benchmark tattico, approvato dal Comitato esecutivo. Infine le operazioni di investimento correnti sono condotte a livello decentrato dalle BCN.

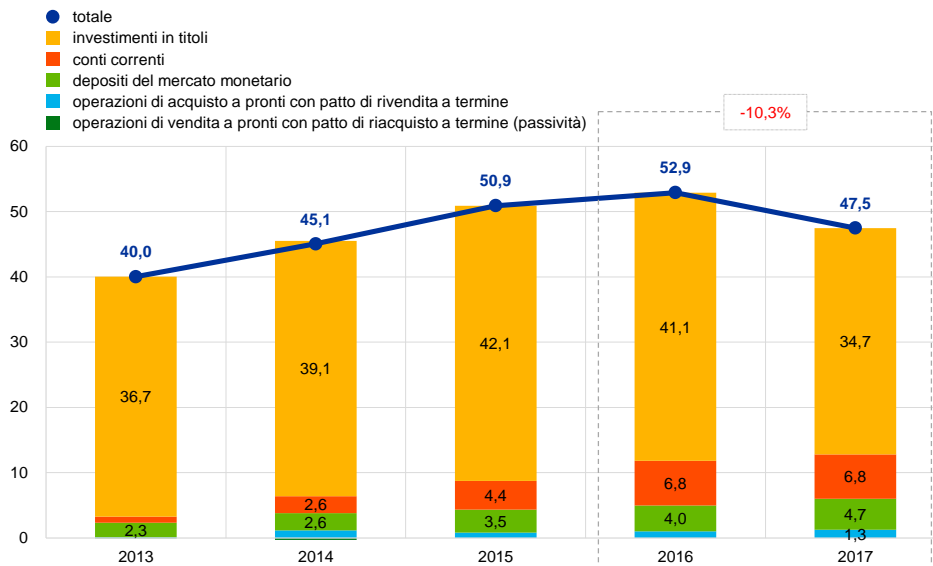
Le riserve valutarie della BCE sono principalmente investite in titoli e depositi del mercato monetario oppure sono detenute in conti correnti (cfr. grafico 5). I titoli presenti in questo portafoglio sono valutati ai prezzi di mercato a fine esercizio.

⁶ Cfr. il comunicato stampa della BCE del 13 giugno 2017.

Grafico 5

Composizione degli investimenti in valuta estera

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.



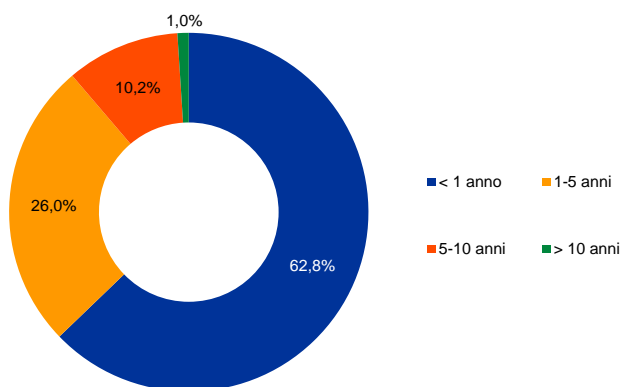
62,8%

Titoli denominati in valuta estera con scadenza inferiore a un anno

Le riserve valutarie della BCE servono a finanziare eventuali interventi sul mercato dei cambi. La loro gestione è quindi svolta in funzione di tre obiettivi, che in ordine di priorità sono: liquidità, sicurezza e rendimento. Di conseguenza, questo portafoglio si compone in gran parte di titoli a breve scadenza (cfr. grafico 6).

Grafico 6

Profilo delle scadenze dei titoli denominati in valuta estera

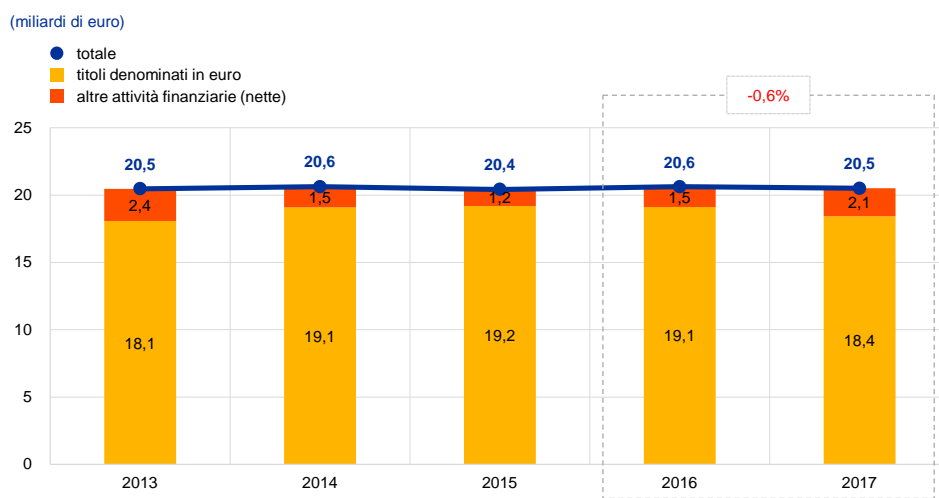


Fonte: BCE.

Nel 2017 il **portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri** è rimasto sostanzialmente invariato a 20,5 miliardi di euro (cfr. grafico 7). Esso si compone principalmente di titoli denominati in euro, che sono valutati ai prezzi di mercato a fine esercizio.

Grafico 7

Portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri della BCE

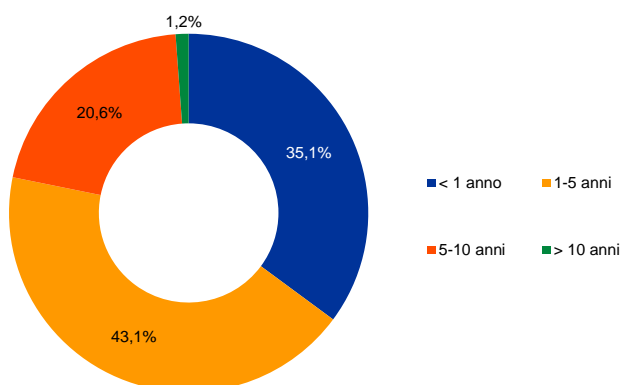


Fonte: BCE.

Il portafoglio a fronte dei fondi propri della BCE è detenuto in contropartita diretta del capitale versato, del fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro, nonché del fondo di riserva generale. Questo portafoglio è finalizzato a fornire un reddito che contribuisca a finanziare le spese operative della Banca non connesse alle funzioni di vigilanza⁷. In tale contesto, l'obiettivo di gestione del portafoglio è massimizzare il rendimento, condizionatamente a una serie di limiti di rischio. La struttura per scadenze risulta quindi più differenziata (cfr. grafico 8) rispetto a quella del portafoglio delle riserve valutarie.

Grafico 8

Profilo delle scadenze del portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri della BCE



Fonte: BCE.

⁷ Le spese sostenute dalla BCE per l'assolvimento dei compiti di vigilanza sono recuperate attraverso i contributi annuali a carico dei soggetti vigilati.

3.2 Risorse finanziarie

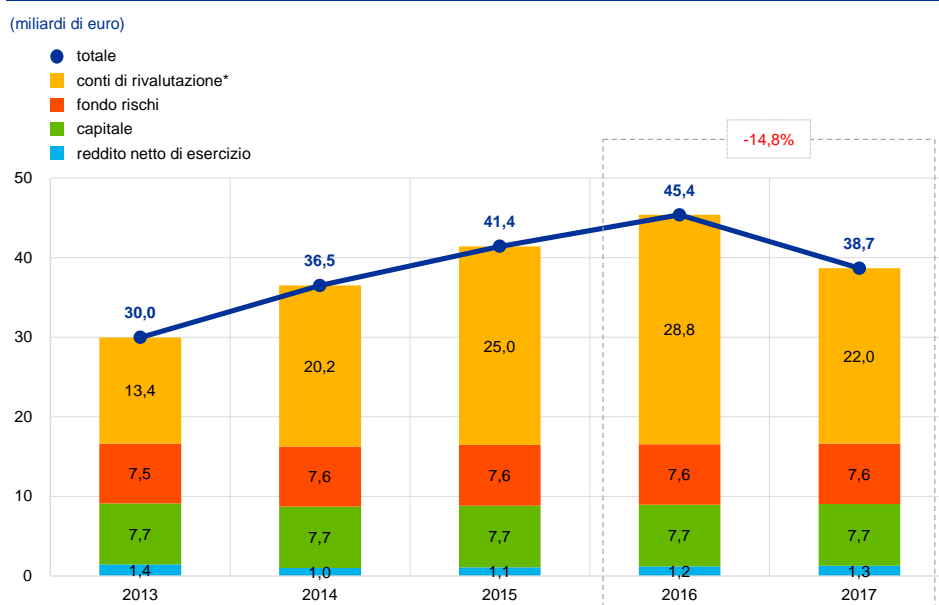


38,7 miliardi di euro

Risorse finanziarie della BCE

Le risorse finanziarie della BCE sono costituite dal capitale, dal fondo rischi generali, dai conti di rivalutazione e dal reddito netto di esercizio. Queste risorse sono: (1) investite in attività che generano un reddito e/o (2) utilizzate a copertura diretta delle perdite derivanti dai rischi finanziari. Al 31 dicembre 2017 le **risorse finanziarie della BCE** ammontano in totale a 38,7 miliardi di euro (cfr. grafico 9). Rispetto al 2016 esse mostrano una contrazione di 6,7 miliardi di euro, riconducibile alla riduzione dei conti di rivalutazione determinata dall'apprezzamento dell'euro.

Grafico 9
Risorse finanziarie della BCE



Fonte: BCE.

* Includono le plusvalenze totali risultanti dalla valutazione dell'oro, delle valute estere e dei titoli; non vi rientra invece il conto di rivalutazione relativo ai benefici successivi al rapporto di lavoro.



+14%

Apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro statunitense nel 2017

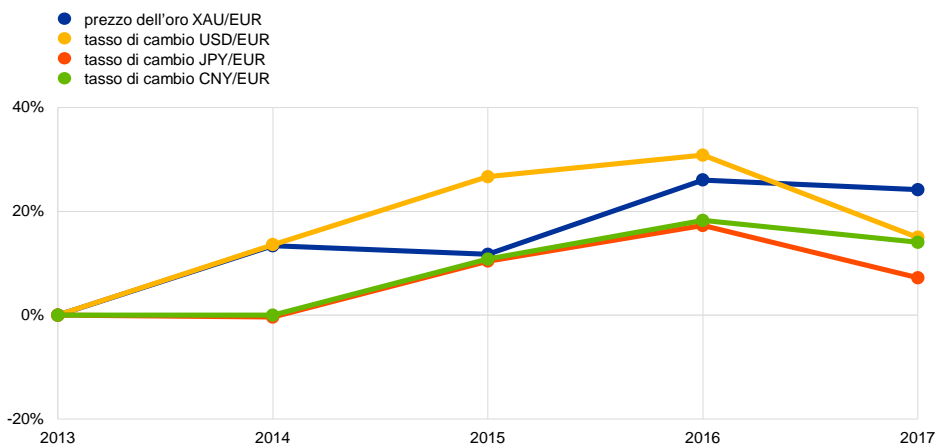
Le plusvalenze (non realizzate) su oro, valute estere e titoli soggetti a rivalutazione da prezzo non sono imputate al conto economico come componenti positive di reddito, ma iscritte direttamente nei **conti di rivalutazione**, nel passivo dello stato patrimoniale della BCE. I saldi su questi conti possono essere utilizzati per assorbire l'impatto di eventuali future oscillazioni sfavorevoli dei rispettivi prezzi e/o cambi e rafforzano pertanto la capacità della BCE di fronteggiare i rischi. Nel 2017 i conti di rivalutazione per l'oro, le valute estere e i titoli⁸ ammontano a 22,0 miliardi di euro, mostrando un calo di 6,8 miliardi di euro, principalmente ascrivibile all'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro statunitense e dello yen giapponese (cfr. grafico 10).

⁸ La voce "Conti di rivalutazione" dello stato patrimoniale comprende anche il ricalcolo relativo ai benefici successivi al rapporto di lavoro.

Grafico 10

Principali tassi di cambio e prezzo dell'oro nel periodo 2013-2017

(variazioni percentuali rispetto al 2013)



Fonte: BCE.

Il reddito netto derivante dalle attività e dalle passività della BCE in un dato esercizio finanziario può essere utilizzato a copertura di eventuali perdite nello stesso esercizio. Nel 2017 il **reddito netto della BCE** è stato pari a 1,3 miliardi di euro, in crescita di 0,1 miliardi rispetto al 2016.



Il fondo rischi generali si colloca al livello massimo consentito

Tenuto conto dell'esposizione della BCE ai rischi finanziari (cfr. sezione 4.1), la Banca detiene un **fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro**. La sua entità è riesaminata con cadenza annuale in considerazione di una serie di fattori, fra cui l'ammontare di attività rischiose detenute, gli utili o le perdite previsti per l'esercizio successivo e la valutazione dei rischi. L'ammontare del fondo rischi generali, sommato a qualsiasi importo detenuto nel fondo di riserva generale della BCE, non può superare il valore del capitale versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro. Dal 2015 il fondo di accantonamento si colloca al massimo livello consentito di 7,6 miliardi di euro.

Il **capitale della BCE** versato dalle BCN dei paesi aderenti e non aderenti all'area dell'euro ammonta a 7,7 miliardi di euro al 31 dicembre 2017, invariato rispetto alla fine del 2016.

3.3

Conto economico

Il grafico 11 presenta le principali componenti del conto economico della BCE nel periodo 2013-2017. Durante questo periodo l'utile netto della BCE si colloca in un intervallo compreso tra 1,0 e 1,4 miliardi di euro, in graduale aumento nel corso degli ultimi tre anni, principalmente attribuibile all'incremento degli interessi attivi generati dalle attività in valuta e dai titoli detenuti per finalità di politica monetaria. Tale



1.275 milioni di euro

Gli utili netti della BCE nel 2017

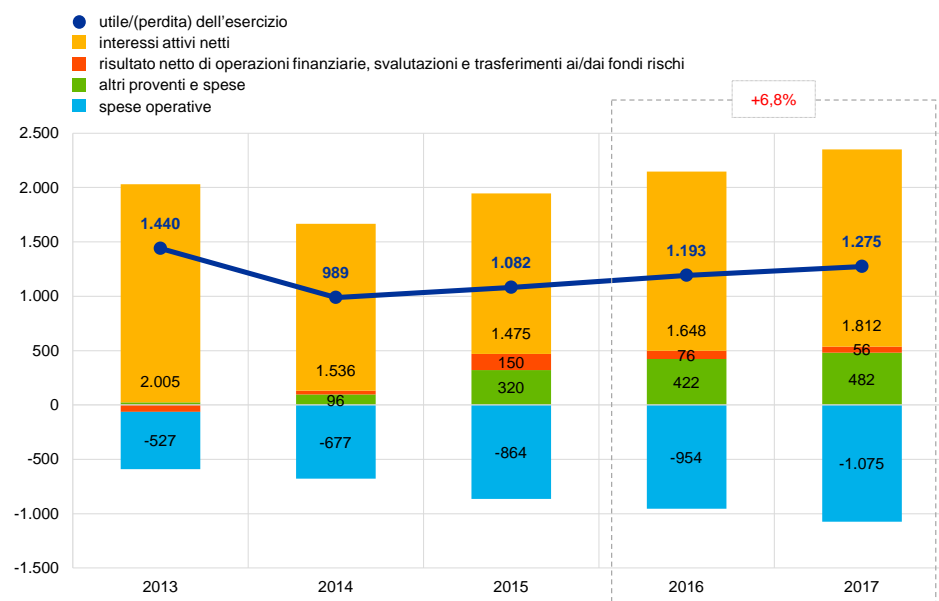
incremento ha più che compensato il calo degli interessi attivi derivanti dalle banconote in circolazione⁹ e dal portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri.

L'**utile netto della BCE** per il 2017 ammonta a 1.275 milioni di euro (1.193 milioni di euro nel 2016). L'aumento di 82 milioni di euro rispetto al 2016 è principalmente ascrivibile all'incremento degli interessi attivi netti.

Grafico 11

Conto economico della BCE

(milioni di euro)



Fonte: BCE.

Nota: la voce "Altri proventi e spese" si compone di "Proventi/spese netti per provvigioni e commissioni", "Proventi da azioni e partecipazioni", "Altri proventi" e "Altre spese".



Aumento degli interessi attivi sulle riserve valutarie e sui titoli detenuti per finalità di politica monetaria

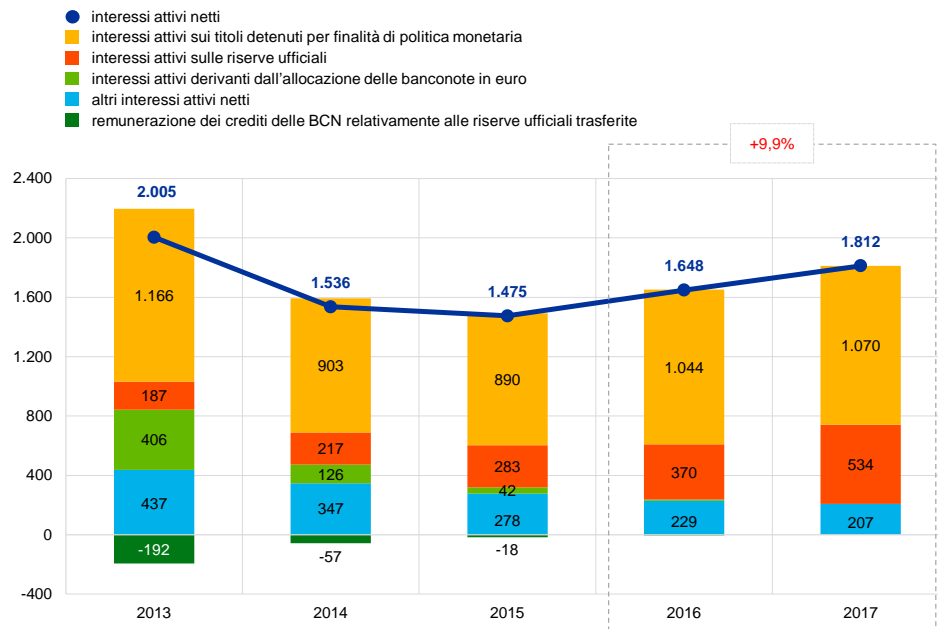
Gli **interessi attivi netti** della BCE sono aumentati di 163 milioni di euro, portandosi a 1.812 milioni di euro (cfr. grafico 12), principalmente a seguito dell'incremento degli interessi attivi percepiti sulle riserve valutarie e sui titoli detenuti per finalità di politica monetaria.

⁹ Il reddito riveniente alla BCE dalle banconote in circolazione include i proventi derivanti dalla remunerazione dei suoi crediti interni all'Eurosistema nei confronti delle BCN, connessi alla quota dell'8 per cento ad essa assegnata sul totale delle banconote in euro in circolazione.

Grafico 12

Interessi attivi netti

(milioni di euro)



Fonte: BCE.



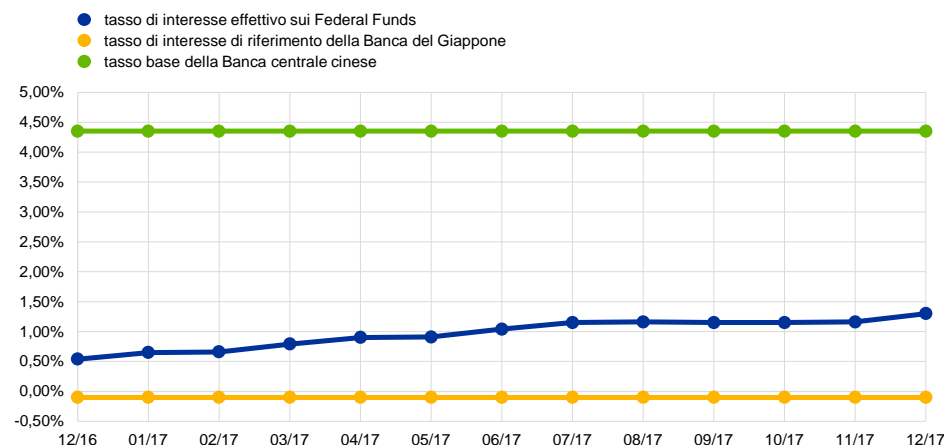
Gli interessi attivi sulle riserve valutarie aumentano principalmente per effetto dell'incremento dei rendimenti sui titoli denominati in dollari statunitensi

Gli **interessi attivi sulle riserve valutarie** sono aumentati di 164 milioni di euro, portandosi a 534 milioni di euro, principalmente a seguito dell'incremento degli interessi attivi percepiti sui titoli denominati in dollari statunitensi, ascrivibile al crescente rendimento del segmento con scadenza a breve termine (cfr. grafico 13).

Grafico 13

Principali tassi di interesse

(valori percentuali in ragione d'anno; dati mensili)



Fonti: Federal Reserve Board, Banca del Giappone e Banca centrale cinese.



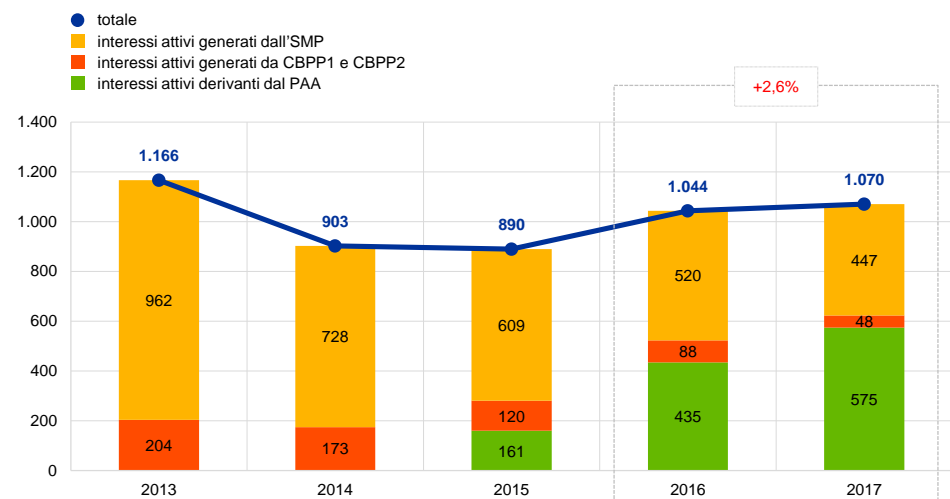
L'aumento degli interessi attivi generati dal PAA è stato in parte compensato da una riduzione degli interessi attivi derivanti dai programmi terminati

Nel 2017 gli **interessi attivi netti generati sui titoli detenuti per finalità di politica monetaria** sono risultati pari a 1.070 milioni di euro, con un incremento di 27 milioni di euro rispetto al 2016 (cfr. grafico 14). Gli interessi attivi netti derivanti dai titoli acquistati nell'ambito del PAA sono aumentati di 140 milioni di euro, raggiungendo 575 milioni di euro. Tale incremento è dovuto alla crescita del portafoglio in termini di consistenze (cfr. grafico 2), mentre i rendimenti dei titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro sono rimasti in media su bassi livelli nel corso dell'esercizio (cfr. grafico 15). Tuttavia, questo aumento è stato in ampia misura compensato da una diminuzione degli interessi attivi netti derivanti dall'SMP, dal CBPP1 e dal CBPP2, che si sono ridotti di 113 milioni di euro, raggiungendo 496 milioni di euro, a causa della contrazione delle consistenze dei portafogli dovuta ai titoli giunti a scadenza. Nel 2017 i titoli detenuti per finalità di politica monetaria hanno generato circa il 60 per cento degli interessi attivi netti della BCE.

Grafico 14

Interessi attivi netti sui titoli detenuti per finalità di politica monetaria

(milioni di euro)

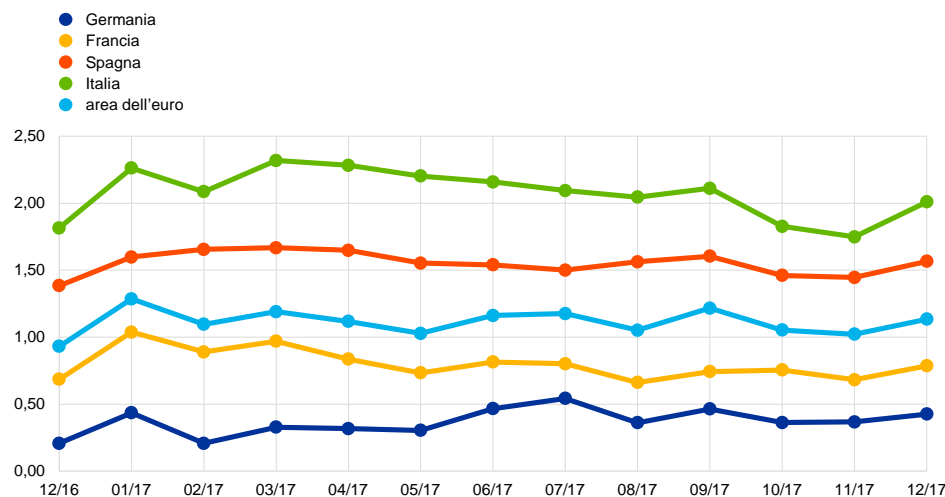


Fonte: BCE.

Grafico 15

Rendimento dei titoli di Stato a dieci anni

(valori percentuali in ragione d'anno; dati mensili)



Fonte: BCE.



0,0%

Tasso sulle ORP nel 2017

Gli **interessi attivi rivenienti dalla quota di competenza della BCE sul totale delle banconote in euro in circolazione** e gli **interessi sui crediti relativi alle riserve ufficiali trasferite dovuti alle BCN** sono stati pari a zero a causa del tasso di interesse nullo applicato alle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) dell'Eurosistema.

Gli **altri interessi attivi netti** si sono ridotti, soprattutto a seguito della diminuzione degli interessi attivi sul portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri, imputabile al contesto di bassi rendimenti nell'area dell'euro.



Il risultato netto di operazioni finanziarie e svalutazioni di attività finanziarie è ascrivibile soprattutto alla variazione dei rendimenti in dollari statunitensi

Il **risultato netto di operazioni finanziarie e svalutazioni** di attività finanziarie è diminuito di 20 milioni di euro rispetto al 2016 (cfr. grafico 16), collocandosi a 56 milioni di euro, soprattutto per il calo degli utili netti da prezzo realizzati.

Questo calo è prevalentemente ascrivibile alla contrazione degli utili da prezzo realizzati sui titoli denominati in dollari statunitensi, poiché il loro valore di mercato ha risentito negativamente dell'andamento crescente dei rendimenti in dollari statunitensi iniziato nel 2015.

Nel 2017 questo impatto negativo sul prezzo di mercato del portafoglio in dollari è stato inferiore a quello registrato nel 2016, dando luogo a una diminuzione delle svalutazioni da prezzo rispetto all'anno precedente.

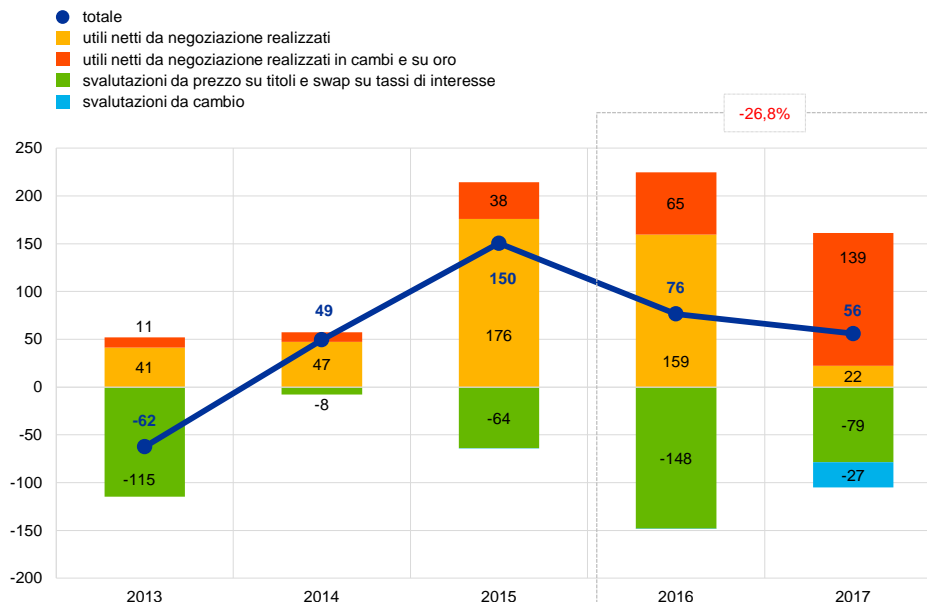
L'incremento degli utili netti da negoziazione realizzati in cambi e su oro è ascrivibile a plusvalenze realizzate in valuta principalmente connesse alla vendita di dollari statunitensi per finanziare la creazione del portafoglio in renminbi cinesi.

Le svalutazioni da cambio derivano dal portafoglio in renminbi cinesi, a causa del deprezzamento del renminbi nei confronti dell'euro successivamente all'investimento effettuato in tale valuta.

Grafico 16

Utili o perdite realizzati e svalutazioni

(milioni di euro)



Fonte: BCE.



437 milioni di euro

Contributi richiesti dalla BCE per lo svolgimento dei compiti di vigilanza

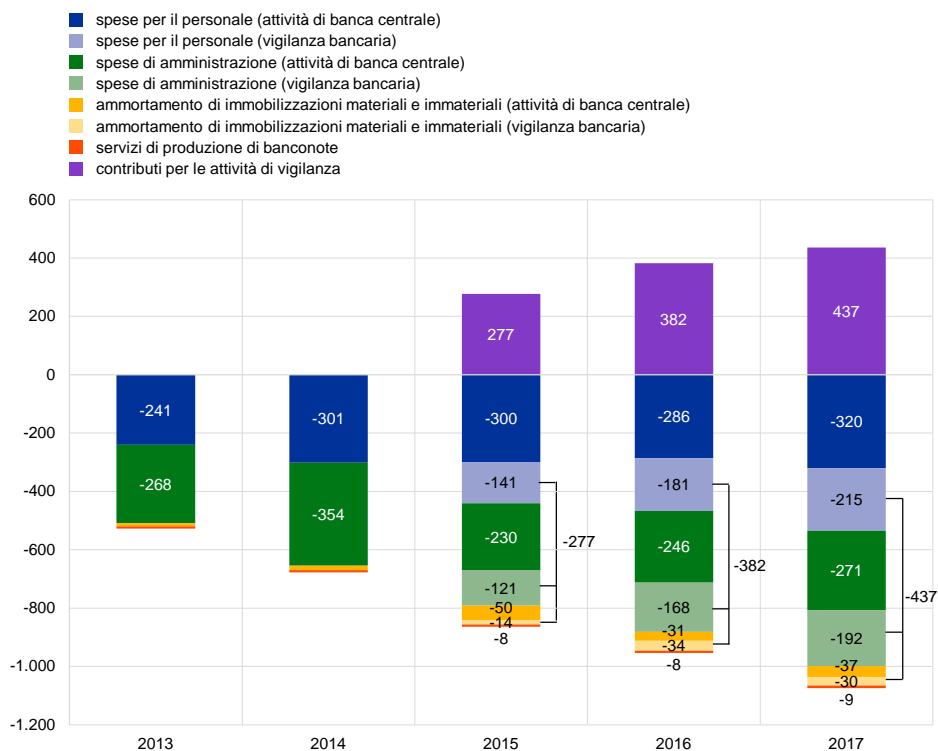
I **costi operativi** della BCE, inclusi gli ammortamenti e i servizi di produzione di banconote, sono aumentati di 121 milioni di euro, portandosi a 1.075 milioni di euro (cfr. grafico 17). Tale incremento è principalmente connesso alle maggiori spese sostenute in relazione alla vigilanza bancaria e all'introduzione di un nuovo schema di supporto al riorientamento professionale (career transition support, CTS) a beneficio di membri del personale intenzionati a intraprendere una carriera alternativa al di fuori della BCE. Il grafico seguente mostra che l'istituzione dell'MVU nel 2014 ha contribuito in modo significativo all'aumento delle spese per il personale e di amministrazione. Tuttavia, queste spese connesse alla vigilanza bancaria sono integralmente coperte dai contributi annuali richiesti ai soggetti vigilati¹⁰.

¹⁰ I contributi per le attività di vigilanza sono inclusi alla voce "Altri proventi e spese" (cfr. grafico 11).

Grafico 17

Spese operative e contributi per le attività di vigilanza

(milioni di euro)

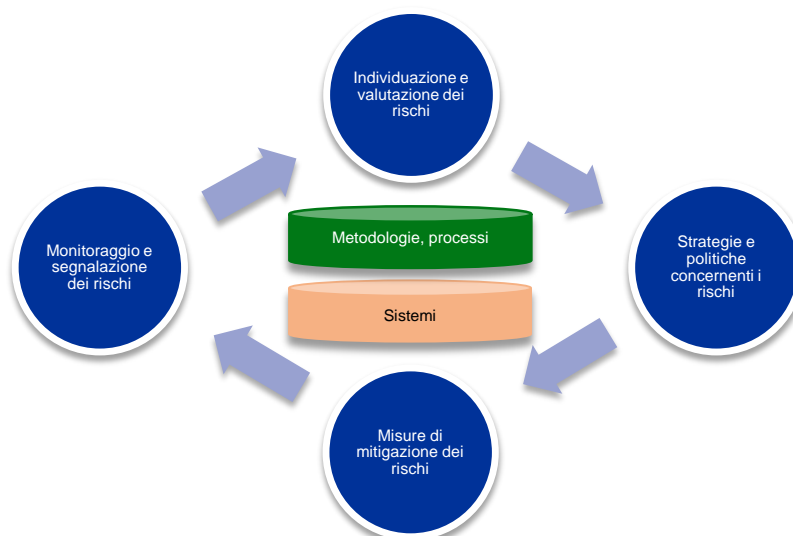


Fonte: BCE.

4 Gestione dei rischi

La gestione dei rischi rappresenta una parte cruciale delle attività della BCE e viene condotta attraverso un processo continuo di: 1) individuazione e valutazione dei rischi, 2) riesame delle strategie e delle politiche concernenti i rischi, 3) attuazione di misure di mitigazione dei rischi e 4) monitoraggio e segnalazione dei rischi, con il supporto, in ciascuna fase, di metodologie, processi e sistemi efficaci.

Figura 2
Ciclo di gestione dei rischi



La BCE è esposta a rischi di natura sia finanziaria che operativa. Le sezioni seguenti esaminano questi rischi, le rispettive fonti e i sistemi di controllo applicabili.

4.1

Rischi finanziari



Il Comitato esecutivo propone le politiche e le procedure volte ad assicurare un adeguato livello di protezione dai rischi

Il Comitato esecutivo propone le politiche e le procedure volte ad assicurare un adeguato livello di protezione dai rischi finanziari a cui è esposta la BCE. Il

Comitato per la gestione dei rischi (Risk Management Committee, RMC), che riunisce esperti delle banche centrali dell'Eurosistema, contribuisce fra l'altro al monitoraggio, alla misurazione e alla rendicontazione dei rischi finanziari inerenti al bilancio dell'Eurosistema e definisce e rivede i modelli e le metodologie applicabili. In questo modo l'RMC coadiuva gli organi decisionali nell'assicurare un adeguato livello di protezione per l'Eurosistema.



I rischi finanziari emergono in relazione alle principali funzioni e alle esposizioni della BCE

I rischi finanziari emergono in relazione alle principali funzioni della BCE e alle connesse esposizioni. I meccanismi di controllo dei rischi e i limiti di esposizione applicati dalla BCE per gestire il proprio profilo di rischio differiscono a seconda del tipo di operazione, riflettendo gli obiettivi di policy o di investimento dei vari portafogli e le caratteristiche di rischio delle attività sottostanti.



La BCE si avvale di tecniche di stima dei rischi messe a punto internamente

Per il monitoraggio e la valutazione dei rischi, la BCE si avvale di tecniche di stima messe a punto internamente. Queste tecniche si basano su un modello di simulazione congiunta dei rischi di mercato e di credito. I modelli, le tecniche e le ipotesi adottati per la misurazione dei rischi sono ricavati dagli standard di settore e dai dati di mercato disponibili. Solitamente i rischi sono quantificati tramite l'expected

shortfall (ES)¹¹, stimata al livello di confidenza del 99 per cento su un orizzonte di un anno. Per il calcolo dei rischi si utilizzano due approcci: 1) l'approccio contabile, in base al quale i conti di rivalutazione della BCE sono considerati come una riserva nel calcolo delle stime di rischio, conformemente alle norme contabili applicabili, e 2) l'approccio finanziario, in base al quale i conti di rivalutazione non costituiscono una riserva ai fini del calcolo dei rischi. Inoltre la BCE utilizza anche ulteriori misure di rischio con diversi livelli di confidenza, esegue analisi di sensitività e degli scenari di stress, effettua stime degli utili e dei rischi a lungo termine per avere una visione complessiva dei rischi¹².



10,6 miliardi di euro

Rischio totale nel 2017
(ES 99% nell'approccio contabile)

Nel corso dell'esercizio sono aumentati i rischi totali per la BCE. Al 31 dicembre 2017 i rischi finanziari totali per l'insieme dei portafogli della BCE misurati dall'ES con un livello di confidenza del 99 per cento su un orizzonte di un anno, in linea con il metodo contabile, ammontano a 10,6 miliardi di euro, importo che supera di 1,4 miliardi di euro la stima dei rischi al 31 dicembre 2016. Tale incremento è in gran parte dovuto al proseguimento degli acquisti di titoli nel contesto del PAA.

Riquadro 1

Modifica della misura di rischio pubblicata nel bilancio

Dal 2007 la BCE riporta in bilancio i rischi finanziari per l'insieme dei suoi portafogli tramite la misura del valore a rischio (VaR) con un livello di confidenza del 95 per cento su un orizzonte di un anno. Come indicato nel bilancio 2016, tale stima era pari a 10,6 miliardi di euro al 31 dicembre 2016.

Negli ultimi anni la BCE ha migliorato il proprio schema di riferimento per la quantificazione dei rischi. Alcune delle modifiche introdotte sono di seguito indicate.

- La misura principale a cui ricorre ora la BCE per la quantificazione dei rischi è l'expected shortfall (ES) con un livello di confidenza del 99 per cento, a cui si affiancano altre misure di rischio e altri livelli di confidenza quali fonti informative complementari.
- È stato individuato un "approccio contabile" in aggiunta all'"approccio finanziario" già in uso. Se in base all'approccio finanziario i conti di rivalutazione non costituiscono una riserva ai fini del calcolo dei rischi, con l'approccio contabile i rischi sono quantificati dopo aver considerato i conti di rivalutazione, conformemente alle norme contabili. I due metodi rispecchiano pertanto due prospettive differenti sui rischi: l'approccio finanziario considera il loro impatto sul patrimonio netto della BCE, mentre quello contabile il loro impatto sul conto economico.

L'approccio contabile è ritenuto più adeguato nell'ambito delle decisioni di bilancio poiché fornisce una rappresentazione più chiara dei rischi in termini di conseguenze contabili. Pertanto, anche con l'intento di allineare i dati pubblicati con quelli usati internamente, d'ora in avanti nel bilancio annuale della BCE si riporterà l'ES con un livello di confidenza del 99 per cento in base all'approccio contabile, anziché il VaR con un livello di confidenza del 95 per cento in base all'approccio finanziario.

¹¹ L'expected shortfall è la perdita media ponderata per la probabilità negli scenari che presentano una frequenza inferiore a un dato livello di confidenza.

¹² Ulteriori informazioni sul metodo adottato per la modellizzazione dei rischi sono reperibili in "The financial risk management of the Eurosystem's monetary policy operations", BCE, luglio 2015.

A seconda dell'entità dei conti di rivalutazione della BCE, l'approccio contabile e quello finanziario per la misurazione dei rischi possono determinare stime significativamente differenti in termini di entità e composizione. In particolare, l'approccio finanziario, pur utilizzando la stessa misura di rischio e lo stesso livello di confidenza, fornisce stime di rischio maggiori, caratterizzate principalmente da notevoli rischi di mercato connessi alle riserve valutarie. Data la presenza di significativi conti di rivalutazione per fronteggiare tali esposizioni, l'approccio contabile dà luogo a stime inferiori, prevalentemente riconducibili a eventi di rischio di credito.

Il passaggio nel bilancio 2017 dal VaR 95 per cento nell'approccio finanziario all'ES 99 per cento nell'approccio contabile determina una stima dei rischi maggiore in termini nominali (cfr. tavola 1), poiché l'aumento dei rischi derivante dall'utilizzo di un livello di confidenza più elevato (99 anziché 95 per cento) e di una misura di rischio più conservativa (ES invece del VaR) ha più che compensato la riduzione dovuta alla capacità di assorbimento dei rischi offerta dai conti di rivalutazione.

Tavola 1

VaR 95% finanziario e ES 99% contabile al 31 dicembre 2017 (miliardi di euro)

VaR 95% finanziario	ES 99% contabile
8,6	10,6



Rischio di credito

L'esposizione al rischio di credito deriva dai portafogli detenuti dalla BCE per finalità di politica monetaria, dal portafoglio in euro detenuto a fronte dei fondi propri e dalle riserve valutarie. Sebbene i titoli detenuti per finalità di politica monetaria siano valutati al costo ammortizzato tenendo conto di eventuali riduzioni durevoli di valore e non siano quindi soggetti, in assenza di vendite, a variazioni di prezzo associate al rischio di migrazione, restano comunque soggetti al rischio di default. Il portafoglio denominato in euro a fronte dei fondi propri e le riserve valutarie sono valutati ai prezzi di mercato e sono pertanto soggetti al rischio di migrazione e al rischio di default. Il proseguire nel 2017 degli acquisti nell'ambito del PAA ha determinato un incremento del rischio di credito della BCE rispetto all'anno precedente.

Tale rischio è mitigato principalmente tramite l'applicazione di criteri di idoneità, procedure di due diligence e limiti di esposizione che differiscono da un portafoglio all'altro.



Rischi di cambio e di prezzo delle materie prime

I rischi di cambio e di prezzo delle materie prime derivano dalle riserve in valuta e dalle disponibilità in oro della BCE. A seguito della riduzione dei conti di rivalutazione a fronte delle riserve valutarie, ascrivibile principalmente all'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro statunitense, i rischi di cambio e di prezzo delle materie prime misurati con l'approccio contabile sono aumentati rispetto all'anno precedente.

Dato il ruolo di queste attività, la BCE non copre i relativi rischi di cambio e di prezzo delle materie prime, che sono invece mitigati dalla presenza di conti di rivalutazione e da una diversificazione attiva su più valute e sull'oro.



Rischio di tasso di interesse

Il portafoglio relativo alle riserve in valuta e il portafoglio in euro detenuto a fronte dei fondi propri della BCE sono investiti principalmente in titoli a reddito fisso e sono soggetti al rischio di tasso di interesse connesso alla valutazione ai prezzi di mercato (mark-to-market). Le riserve valutarie detenute dalla BCE sono investite principalmente in attività con scadenze relativamente brevi (cfr. grafico 6 nella sezione 3.1), mentre le attività nel portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri hanno in genere scadenze più lunghe (cfr. grafico 8 nella sezione 3.1). Tale rischio, misurato con l'approccio contabile, è rimasto invariato rispetto al 2016.

Il rischio di tasso di interesse connesso alla valutazione ai prezzi di mercato (mark-to-market) è mitigato attraverso politiche di allocazione delle attività e i conti di rivalutazione.

La BCE è soggetta anche al rischio di tasso di interesse derivante da disallineamenti fra il tasso di interesse percepito sulle attività e quello dovuto sulle passività, con conseguente impatto sugli interessi attivi netti. Questo rischio non è connesso direttamente a un particolare portafoglio, ma piuttosto alla struttura complessiva dello stato patrimoniale della BCE, e soprattutto ai disallineamenti di scadenze e rendimenti fra attività e passività. La BCE monitora tale rischio attraverso un'analisi di redditività a lungo termine, dalla quale è emerso che la Banca dovrebbe continuare a registrare interessi attivi netti nei prossimi esercizi, nonostante la quota crescente di attività detenute per finalità di politica monetaria con bassi rendimenti e scadenze lunghe presente nello stato patrimoniale.

Questa tipologia di rischio è gestita attraverso politiche di allocazione delle attività ed è inoltre mitigata dalla presenza di passività non remunerate nello stato patrimoniale della BCE.

4.2 Rischio operativo

La gestione dei rischi operativi (operational risk management, ORM)¹³ della BCE copre tutti i **rischi di natura non finanziaria**.

Le politiche e il quadro di riferimento per l'ORM presso la BCE, nonché la loro approvazione, sono di competenza del Comitato esecutivo. Il Comitato per i rischi operativi (Operational Risk Committee, ORC) assiste il Comitato esecutivo nell'assolvimento della sua funzione di supervisione sulla gestione dei rischi operativi. **L'ORM è parte integrante della struttura di governance¹⁴ e dei processi gestionali della BCE.**

La principale finalità del quadro di riferimento per l'ORM presso la BCE è **contribuire ad assicurare che la Banca realizzi la missione e gli obiettivi stabiliti, tutelando la propria reputazione e le proprie attività da perdite, abusi e**

¹³ Il rischio operativo è definito come il rischio di un impatto negativo sul patrimonio, sulle funzioni o sulla reputazione riconducibile al personale, all'inadeguata o mancata attuazione della governance interna e dei processi operativi, al mancato funzionamento dei sistemi sui quali si reggono i processi, oppure a eventi esterni (ad esempio catastrofi naturali o attacchi esterni).

¹⁴ Ulteriori informazioni sulla struttura di governance della BCE sono reperibili nel [sito Internet della BCE](#).



La gestione dei rischi operativi è parte integrante della governance e dei processi gestionali

danni. Nell'ambito del quadro di riferimento per l'ORM ogni area funzionale della BCE ha il compito di individuare, valutare e monitorare i propri rischi operativi e i relativi controlli, predisporre piani di risposta e segnalare gli incidenti. In tale contesto la politica di tolleranza al rischio della BCE dà indicazioni in merito alle strategie di risposta e alle procedure di accettazione del rischio. Essa è connessa a una matrice del rischio 5x5 basata su una scala di classificazione dell'impatto e della probabilità che applica criteri quantitativi e qualitativi.

La BCE opera in un panorama caratterizzato da minacce sempre più complesse ed è ampia la gamma dei rischi operativi connessi alle attività ordinarie. Le principali aree di criticità per la BCE comprendono i rischi per la sicurezza delle informazioni (ad esempio minacce informatiche), i rischi informatici e i rischi legati agli immobili e alla sicurezza fisica. Pertanto, la BCE si è dotata di processi che facilitino la gestione efficace e continua dei propri rischi operativi e integrino le informazioni sui rischi nel processo decisionale. Sono stati inoltre predisposti piani per assicurare la continuità operativa delle funzioni essenziali in caso di emergenza.

Bilancio della BCE

Stato patrimoniale al 31 dicembre 2017

ATTIVO	Nota n.	2017 €	2016 €
Oro e crediti in oro	1	17.558.411.241	17.820.761.460
Crediti denominati in valuta estera nei confronti di non residenti nell'area dell'euro	2		
Crediti verso l'FMI	2.1	670.290.069	716.225.836
Saldi presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	2.2	43.760.643.939	50.420.927.403
		44.430.934.008	51.137.153.239
Crediti denominati in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	2.2	3.711.569.259	2.472.936.063
Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro	3	143.315.512	98.603.066
Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	4		
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	4.1	228.386.260.874	160.815.274.667
Crediti interni all'Eurosistema	5		
Crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	5.1	93.657.169.470	90.097.085.330
Altre attività	6		
Immobilizzazioni materiali e immateriali	6.1	1.196.018.177	1.239.325.587
Altre attività finanziarie	6.2	20.502.633.142	20.618.929.223
Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"	6.3	451.129.972	839.030.321
Ratei e risconti attivi	6.4	2.597.290.354	2.045.522.937
Varie	6.5	1.527.699.142	1.799.777.235
		26.274.770.787	26.542.585.303
Totale attivo		414.162.431.151	348.984.399.128

PASSIVO	Nota n.	2017 €	2016 €
Banconote in circolazione	7	93.657.169.470	90.097.085.330
Altre passività denominate in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro	8	1.060.813.972	1.851.610.500
Passività denominate in euro nei confronti di altri residenti nell'area dell'euro	9		
Altre passività	9.1	1.150.056.196	1.060.000.000
Passività denominate in euro nei confronti di non residenti nell'area dell'euro	10	19.549.390.872	16.730.644.177
Passività interne all'Eurosistema	11		
Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali	11.1	40.792.608.418	40.792.608.418
Altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	11.2	217.751.769.550	151.201.250.612
		258.544.377.968	191.993.859.030
Altre passività	12		
Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"	12.1	431.115.965	660.781.618
Ratei e risconti passivi	12.2	76.283.568	69.045.958
Varie	12.3	1.063.113.810	1.255.559.836
		1.570.513.343	1.985.387.412
Accantonamenti	13	7.669.798.641	7.706.359.686
Conti di rivalutazione	14	21.945.472.247	28.626.267.808
Capitale e riserve	15		
Capitale	15.1	7.740.076.935	7.740.076.935
Utile dell'esercizio		1.274.761.507	1.193.108.250
Totale passivo		414.162.431.151	348.984.399.128

Conto economico per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2017

	Nota n.	2017 €	2016 €
Interessi attivi sulle riserve ufficiali	22.1	534.161.570	370.441.770
Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	22.2	0	8.920.896
Altri interessi attivi	22.4	1.527.294.605	1.604.648.023
<i>Interessi attivi</i>		<i>2.061.456.175</i>	<i>1.984.010.689</i>
Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite	22.3	0	(3.611.845)
Altri interessi passivi	22.4	(249.812.879)	(332.020.205)
<i>Interessi passivi</i>		<i>(249.812.879)</i>	<i>(335.632.050)</i>
Interessi attivi netti	22	1.811.643.296	1.648.378.639
Utili e perdite realizzati rivenienti da operazioni finanziarie	23	161.069.043	224.541.742
Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie	24	(105.133.331)	(148.172.010)
Accantonamenti ai/utilizzi dei fondi per i rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro		0	0
Risultato netto di operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi		55.935.712	76.369.732
Proventi/spese netti per provvigioni e commissioni	25	440.069.889	371.322.769
Proventi da azioni e partecipazioni	26	1.181.547	869.976
Altri proventi	27	51.815.338	50.000.263
Proventi totali netti		2.360.645.782	2.146.941.379
Spese per il personale	28	(535.251.909)	(466.540.231)
Spese di amministrazione	29	(463.232.194)	(414.207.622)
Ammortamento di immobilizzazioni materiali e immateriali		(66.722.125)	(64.769.605)
Servizi di produzione di banconote	30	(9.478.047)	(8.315.671)
Altre spese	31	(11.200.000)	0
Utile dell'esercizio		1.274.761.507	1.193.108.250

Francoforte sul Meno, 13 febbraio 2018

Banca centrale europea

Mario Draghi
Presidente

Criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio¹⁵

Forma e presentazione del bilancio

Il bilancio della BCE è stato predisposto in conformità ai principi e criteri contabili¹⁶ di seguito delineati, che ad avviso del Consiglio direttivo della BCE ne consentono una rappresentazione corretta, riflettendo nel contempo la natura delle attività di una banca centrale.

Principi contabili

Sono stati applicati i seguenti principi contabili: trasparenza e aderenza alla realtà economica, prudenza, considerazione degli eventi successivi alla data di riferimento del bilancio, rilevanza, prospettiva della continuità aziendale (cosiddetta “azienda in funzionamento”), competenza, coerenza e comparabilità.

Rilevazione delle attività e delle passività

Un'attività o una passività è iscritta nello stato patrimoniale solo quando è probabile che i futuri benefici economici ad essa connessi affluiscano alla o defluiscano dalla BCE, sostanzialmente tutti i rischi e i benefici associati sono stati trasferiti alla BCE e il costo o il valore dell'attività ovvero l'ammontare dell'obbligazione può essere misurato in modo attendibile.

Criteri generali

Il bilancio è stato redatto sulla base del criterio del costo storico, adeguato per effettuare la valutazione a prezzi di mercato dei titoli negoziabili (diversi da quelli detenuti per finalità di politica monetaria), dell'oro e di tutte le altre attività e passività di bilancio e “fuori bilancio” denominate in valuta estera.

Le operazioni su attività e passività finanziarie sono iscritte alla data di regolamento.

¹⁵ I criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio della BCE sono definiti in dettaglio nella [Decisione \(UE\) 2016/2247 della BCE, del 3 novembre 2016, sul bilancio della BCE \(BCE/2016/35\) \(GU L 347 del 20.12.2016, pag. 1\), e successive modifiche](#). Ai fini dell'armonizzazione della rilevazione e rendicontazione contabile delle operazioni dell'Eurosistema, tale decisione si basa sull'[Indirizzo \(UE\) 2016/2249 della BCE, del 3 novembre 2016, relativo al quadro giuridico per la rilevazione e rendicontazione contabile nel Sistema europeo di banche centrali \(BCE/2016/34\) \(GU L 347 del 20.12.2016, pag. 37\)](#).

¹⁶ Tali criteri, rivisti e aggiornati periodicamente ove necessario, sono coerenti con il disposto dell'articolo 26.4 dello Statuto del SEBC, che prevede l'armonizzazione delle norme per la rilevazione e la rendicontazione contabili delle operazioni dell'Eurosistema.

Ad eccezione delle operazioni a pronti in titoli, le operazioni su strumenti finanziari denominati in valuta estera sono registrate in conti “fuori bilancio” alla data di contrattazione. Alla data di regolamento le registrazioni “fuori bilancio” sono stornate e le operazioni vengono iscritte in bilancio. Gli acquisti e le vendite di valuta estera incidono sulla posizione netta in valuta alla data di contrattazione; gli utili o le perdite realizzati generati dalle vendite sono altresì calcolati alla data di contrattazione. Gli interessi, i premi e gli sconti maturati sugli strumenti finanziari denominati in valuta estera sono calcolati e registrati su base giornaliera e, pertanto, incidono giornalmente sulla posizione in valuta.

Oro e attività e passività in valuta estera

Le attività e passività denominate in valuta estera sono convertite in euro al tasso di cambio vigente alla data di riferimento del bilancio. Le rendite e le spese sono convertite al tasso di cambio in essere alla data della loro rilevazione. La valutazione di queste attività e passività viene effettuata separatamente per ogni divisa, considerando sia le poste di bilancio sia quelle “fuori bilancio”.

La valutazione al prezzo di mercato viene condotta distintamente da quella al tasso di cambio.

L'oro è valutato al prezzo di mercato che si registra alla data di riferimento del bilancio. Non si opera alcuna distinzione fra le differenze da valutazione attinenti al prezzo e quelle relative al tasso di cambio. Viene infatti contabilizzata un'unica valutazione sulla base del prezzo in euro per oncia di fino, che per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2017 è stato calcolato con riferimento al tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro statunitense al 29 dicembre.

Il diritto speciale di prelievo (DSP) è composto da un paniere di valute e il suo valore è determinato dalla somma ponderata dei tassi di cambio delle cinque valute principali (dollaro statunitense, euro, renminbi cinese, sterlina britannica e yen giapponese). Le consistenze in DSP detenute dalla BCE sono state convertite in euro al tasso di cambio vigente al 29 dicembre.

Titoli

Titoli detenuti per finalità di politica monetaria

I titoli attualmente detenuti per finalità di politica monetaria sono contabilizzati al costo ammortizzato tenendo conto di eventuali riduzioni durevoli di valore.

Altri titoli

I titoli negoziabili (diversi da quelli detenuti per finalità di politica monetaria) e le altre attività analoghe sono valutati singolarmente sulla base dei prezzi medi di mercato

oppure della relativa curva dei rendimenti alla data di riferimento del bilancio. Le opzioni incorporate nei titoli non sono considerate separatamente ai fini della valutazione. Per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2017 sono stati applicati i prezzi medi di mercato al 29 dicembre. Le azioni illiquide e tutti gli altri strumenti di capitale detenuti in via permanente a scopo di investimento sono valutati al costo tenendo conto di eventuali riduzioni durevoli di valore.

Rilevazione delle rendite e delle spese

Le rendite e le spese vengono rilevate nel periodo in cui sono state, rispettivamente, conseguite e sostenute¹⁷. Gli utili e le perdite realizzati derivanti dalla vendita di valuta estera, oro e titoli sono calcolati sulla base del costo medio dell'attività e vengono iscritti nel conto economico.

Le plusvalenze (non realizzate) non sono imputate al conto economico come componenti positive di reddito e vengono registrate direttamente in un conto di rivalutazione.

Le minusvalenze (non realizzate) sono iscritte nel conto economico se a fine esercizio eccedono le preesistenti rivalutazioni registrate nel corrispondente conto di rivalutazione. Le minusvalenze (non realizzate) su uno specifico titolo, una specifica valuta o sull'oro non sono compensate con plusvalenze (non realizzate) su altre specie di titoli, valute oppure oro. Qualora tali minusvalenze siano imputate al conto economico, il costo medio viene ridotto in linea con il tasso di cambio o il prezzo di mercato di fine esercizio. Le minusvalenze (non realizzate) su swap su tassi di interesse rilevate nel conto economico a fine esercizio sono ammortizzate negli anni successivi.

Le perdite durevoli di valore sono esposte nel conto economico e non vengono stornate negli esercizi successivi, salvo il caso in cui la perdita durevole diminuisca e tale diminuzione possa essere ricondotta a un evento osservabile verificatosi in un momento posteriore alla registrazione iniziale della perdita.

I premi e gli sconti sui titoli sono ammortizzati sulla base della vita residua contrattuale dei titoli.

Operazioni temporanee

Mediante queste operazioni la BCE acquista (o vende) attività a pronti con patto di rivendita (o riacquisto) a termine, oppure eroga credito a fronte di una garanzia.

Un'operazione di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine consiste nella cessione di titoli a fronte di contante con l'impegno contestuale di riacquistarli dalla controparte a un prezzo concordato e a una data futura prefissata. Tali operazioni

¹⁷ Ai ratei e agli accantonamenti di natura amministrativa si applica una soglia minima di 100.000 euro.

sono registrate nel passivo dello stato patrimoniale come depositi garantiti. I titoli oggetto di queste operazioni restano iscritti nella situazione patrimoniale della BCE.

Un'operazione di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine consiste in un acquisto di titoli a fronte di contante con l'impegno contestuale di rivenderli alla controparte a un prezzo concordato e a una data futura prefissata. Tali operazioni sono registrate nell'attivo dello stato patrimoniale come prestiti garantiti, ma non sono incluse nei titoli detenuti dalla BCE.

Le operazioni temporanee, comprese quelle di prestito titoli, condotte nell'ambito di un programma offerto da un'istituzione specializzata sono rilevate nello stato patrimoniale soltanto nel caso in cui la garanzia sia stata fornita in contante e non risulti investita.

Operazioni “fuori bilancio”

Le operazioni “fuori bilancio” in valuta, cioè gli acquisti e le vendite a termine di valuta, gli impegni a termine nell'ambito di swap in valuta e le altre operazioni comportanti lo scambio di una valuta contro un'altra a una data futura, concorrono a determinare la posizione netta in valuta ai fini del calcolo degli utili o delle perdite in cambi.

Le operazioni “fuori bilancio” su tassi di interesse sono valutate separatamente le une dalle altre. I movimenti giornalieri dei margini di variazione dei contratti future aperti su tassi di interesse, così come gli swap su tassi di interesse la cui compensazione è effettuata mediante una controparte centrale, sono iscritti nel conto economico. La valutazione delle operazioni a termine in titoli e degli swap su tassi di interesse la cui compensazione non avviene tramite una controparte centrale è svolta dalla BCE sulla base di metodi comunemente accettati che prevedono l'utilizzo dei prezzi e dei tassi di mercato e dei fattori di sconto osservabili tra le date di regolamento e quella di valutazione.

Fatti contabili successivi alla data di chiusura del bilancio

Il valore delle attività e delle passività è oggetto di aggiustamenti relativi a eventi che si manifestano fra la data di riferimento del bilancio della BCE e quella in cui il Comitato esecutivo ne autorizza la presentazione al Consiglio direttivo per l'approvazione, qualora tali eventi incidano in misura significativa sullo stato delle attività e passività alla predetta data di riferimento.

I fatti contabili rilevanti successivi alla data di chiusura del bilancio che non hanno effetti sulle attività e passività a tale data sono riportati nelle note.

Saldi intra-SEBC e saldi interni all'Eurosistema

I saldi intra-SEBC sono riconducibili principalmente ai pagamenti transfrontalieri in euro interni all'UE regolati in moneta di banca centrale. Queste operazioni, disposte per la maggior parte da soggetti privati (quali enti creditizi, società e persone fisiche), sono regolate in Target2, il sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale, e danno origine a saldi bilaterali nei conti Target2 delle banche centrali degli Stati membri dell'UE. Questi saldi sono compensati per novazione con la BCE su base giornaliera e, pertanto, ogni banca centrale nazionale (BCN) presenta un'unica posizione bilaterale netta verso la sola BCE. Anche i pagamenti effettuati dalla BCE e regolati in Target2 incidono sulle singole posizioni bilaterali nette. Tali posizioni, appostate nei conti della BCE, costituiscono il credito o debito netto di ciascuna BCN nei confronti del resto del Sistema europeo di banche centrali (SEBC). I saldi interni all'Eurosistema delle BCN dei paesi dell'area dell'euro verso la BCE derivanti da Target2, nonché gli altri saldi interni all'Eurosistema denominati in euro (fra cui i conferimenti provvisori dell'utile alle BCN) sono esposti nella situazione patrimoniale della BCE in un'unica posizione netta attiva o passiva e imputati alla voce "Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)" oppure "Altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)". I saldi intra-SEBC delle BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro nei confronti della BCE, derivanti dalla loro adesione a Target2¹⁸, sono iscritti alla voce "Passività denominate in euro nei confronti di non residenti nell'area dell'euro".

I saldi interni all'Eurosistema rivenienti dall'allocazione delle banconote in euro nell'ambito dell'Eurosistema confluiscono in un'unica posizione netta attiva, alla voce "Crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema" (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle presenti note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

I saldi interni all'Eurosistema derivanti dal trasferimento di riserve ufficiali alla BCE da parte delle BCN dell'Eurosistema sono denominati in euro e vengono iscritti alla voce "Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali".

Immobilizzazioni

Salvo i terreni e le opere d'arte, le immobilizzazioni (comprese quelle immateriali) sono valutate al costo dedotto l'ammortamento. I terreni e le opere d'arte sono valutati al costo. La sede principale della BCE è valutata al costo dedotto l'ammortamento, tenendo conto di eventuali riduzioni durevoli di valore. Riguardo all'ammortamento della sede principale della BCE, i costi vengono adeguatamente imputati alle varie componenti, che a loro volta sono ammortizzate in base alla rispettiva vita utile stimata. L'ammortamento è calcolato a quote costanti sull'intero periodo atteso di vita utile del bene, a partire dal trimestre successivo alla data in cui

¹⁸ Al 31 dicembre 2017 partecipano a Target2 le seguenti BCN di paesi non appartenenti all'area dell'euro: Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria), Danmarks Nationalbank, Hrvatska narodna banka, Narodowy Bank Polski e Banca Națională a României.

questo diviene utilizzabile. Si riporta di seguito la vita utile considerata per le principali categorie di beni.

Edifici	20, 25 o 50 anni
Attrezzature all'interno degli edifici	10 o 15 anni
Impianti tecnici	4, 10 o 15 anni
Computer, relativo hardware/software e automezzi	4 anni
Mobili	10 anni

Riguardo alle spese capitalizzate per opere di rinnovamento dei locali attualmente presi in affitto dalla BCE, il periodo di ammortamento è modificato per tenere conto dei fatti aventi un impatto sulla vita utile attesa del bene in questione.

Dal 2017 la BCE effettua una verifica annuale volta ad accertare riduzioni durevoli di valore sulla sede principale in base al principio contabile internazionale (International Accounting Standard) IAS 36 "Riduzione di valore delle attività". Qualora si osservi un indicatore che segnala una possibile riduzione durevole di valore della sede principale, si procede alla stima del valore recuperabile. Una perdita durevole di valore è registrata nel conto economico se il valore recuperabile è inferiore al valore contabile netto.

Le immobilizzazioni con costo inferiore a 10.000 euro sono interamente imputate al conto economico dell'anno di acquisto.

Le immobilizzazioni che, pur soddisfacendo i criteri di capitalizzazione, sono ancora in fase di costruzione o di sviluppo vengono iscritte alla posta di bilancio "Immobilizzazioni in corso". I costi connessi verranno imputati alle voci pertinenti quando i beni saranno disponibili e pronti all'uso.

Benefici successivi al rapporto di lavoro, altri benefici a lungo termine e benefici per la cessazione del rapporto di lavoro erogati dalla BCE

La BCE applica piani a benefici definiti per il proprio personale e i membri del Comitato esecutivo, nonché per i membri del Consiglio di vigilanza dipendenti della Banca.

Il piano pensionistico per il personale è finanziato attraverso le attività detenute in un apposito fondo a lungo termine. I contributi obbligatori della BCE e del personale sono versati nel fondo a benefici definiti. Il personale può versare ulteriori contributi volontari in un fondo a contribuzione definita utilizzabile per l'erogazione di prestazioni integrative¹⁹, che sono determinate dall'ammontare dei contributi volontari e dai rendimenti generati dal loro investimento.

¹⁹ Al momento del pensionamento i fondi accumulati dai membri del personale tramite contributi volontari possono essere destinati all'erogazione di una pensione integrativa, che a decorrere da quella data rientrerà nell'obbligazione a benefici definiti.

Per i membri del Comitato esecutivo e i membri del Consiglio di vigilanza dipendenti della BCE i benefici successivi al rapporto di lavoro e gli altri benefici a lungo termine non sono finanziati attraverso specifiche attività; ciò avviene anche per i benefici successivi al rapporto di lavoro diversi dalle pensioni, gli altri benefici a lungo termine e i benefici per la cessazione del rapporto di lavoro del personale.

Passività netta per benefici definiti

La passività relativa ai piani a benefici definiti (compresi gli altri benefici a lungo termine e i benefici per la cessazione del rapporto di lavoro) iscritta nello stato patrimoniale alla voce "Altre passività" rappresenta il valore attuale dell'obbligazione a benefici definiti alla data di riferimento del bilancio, meno il fair value (valore equo) delle attività a servizio del piano destinate al finanziamento della relativa obbligazione.

L'obbligazione a benefici definiti è determinata su base annua da attuari indipendenti, con il metodo della proiezione del credito unitario. Il valore corrente dell'obbligazione a benefici definiti è calcolato mediante attualizzazione dei flussi finanziari stimati per il futuro, utilizzando un tasso determinato sui rendimenti di mercato, alla data di riferimento del bilancio, relativi a obbligazioni societarie di elevata qualità denominate in euro e caratterizzate da un profilo delle scadenze simile a quello della relativa obbligazione.

Gli utili e le perdite attuariali possono derivare da rettifiche basate sull'esperienza passata (laddove vi siano differenze tra le ipotesi attuariali formulate in precedenza e quanto si è effettivamente verificato) e da modifiche delle ipotesi attuariali.

Costo netto dei benefici definiti

Il costo netto dei benefici definiti è ripartito in componenti rilevate nel conto economico e ricalcolo dei benefici successivi al rapporto di lavoro esposto nei "Conti di rivalutazione" dello stato patrimoniale.

L'ammontare netto imputato al conto economico comprende:

- (a) il costo previdenziale derivante dalle prestazioni di lavoro correnti a carico dell'esercizio;
- (b) il costo previdenziale derivante dalle prestazioni di lavoro passate risultanti dalla modifica del piano;
- (c) gli interessi netti sulla passività netta per benefici definiti calcolati al tasso di attualizzazione;
- (d) il ricalcolo totale relativo agli altri benefici a lungo termine ed, eventualmente, ai benefici per la cessazione del rapporto di lavoro a lungo termine.

L'ammontare netto esposto nei "Conti di rivalutazione" include:

- (a) gli utili e le perdite attuariali sull'obbligazione a benefici definiti;
- (b) il rendimento effettivo delle attività del piano, esclusi gli importi compresi negli interessi netti sulla passività netta per benefici definiti;
- (c) qualsiasi variazione nell'effetto del massimale di attività, esclusi gli importi compresi negli interessi netti sulla passività netta per benefici definiti.

Questi importi sono valutati annualmente da attuari indipendenti per determinare le passività appropriate da iscrivere in bilancio.

Banconote in circolazione

L'emissione delle banconote in euro spetta alla BCE e alle BCN dell'area dell'euro, che assieme costituiscono l'Eurosistema²⁰. L'ammontare complessivo dei biglietti in euro in circolazione è ripartito fra le banche centrali dell'Eurosistema l'ultimo giorno lavorativo di ogni mese sulla base dello schema di allocazione delle banconote²¹.

Alla BCE è stata attribuita una quota pari all'8 per cento del valore totale dei biglietti in euro in circolazione, che viene iscritta nello stato patrimoniale alla voce "Banconote in circolazione" del passivo. La quota della BCE sul totale delle banconote in euro emesse trova contropartita nei crediti nei confronti delle BCN. Tali crediti, di natura fruttifera²², sono esposti alla voce "Crediti interni all'Eurosistema: crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema" (cfr. la sezione *Saldi intra-SEBC e saldi interni all'Eurosistema* nelle presenti note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). Gli interessi attivi confluiscono nella voce "Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema" del conto economico.

Distribuzione provvisoria dell'utile

Un ammontare pari alla somma del reddito riveniente alla BCE dalle banconote in euro in circolazione e del reddito derivante dai titoli detenuti per finalità di politica monetaria acquistati nell'ambito (a) del Programma per il mercato dei titoli finanziari, (b) del terzo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite, (c) del Programma di acquisto di titoli garantiti da attività e (d) del Programma di acquisto per il settore pubblico è conferito nel gennaio dell'anno successivo tramite distribuzione

²⁰ Decisione della BCE, del 13 dicembre 2010, relativa all'emissione delle banconote in euro (rifusione) (BCE/2010/29) (2011/67/UE) (GU L 35 del 9.2.2011, pag. 26), e successive modifiche.

²¹ Per "schema di allocazione delle banconote" si intendono le percentuali che risultano tenendo conto della quota della BCE sul totale delle banconote in euro emesse e applicando le quote di capitale sottoscritto alla quota delle BCN in detto totale.

²² Decisione (UE) 2016/2248 della BCE, del 3 novembre 2016, relativa alla distribuzione del reddito monetario delle banche centrali nazionali degli Stati membri la cui moneta è l'euro (BCE/2016/36) (GU L 347 del 20.12.2016, pag. 26).

provvisoria dell'utile, salvo diversa decisione del Consiglio direttivo²³. L'ammontare è integralmente attribuito eccetto il caso in cui sia superiore all'utile netto della BCE per l'esercizio, fatte salve eventuali decisioni del Consiglio direttivo di effettuare trasferimenti al fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro. Il Consiglio direttivo può inoltre decidere di dedurre dal reddito riveniente dalle banconote in euro in circolazione da distribuire a gennaio l'ammontare dei costi sostenuti dalla BCE per l'emissione e la gestione operativa delle banconote.

Altre informazioni

Ai sensi dell'articolo 27 dello Statuto del SEBC e sulla base di una raccomandazione del Consiglio direttivo, il Consiglio dell'UE ha approvato la designazione della Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Stoccarda (Repubblica federale di Germania) quale revisore esterno della BCE per un periodo di cinque anni che si concluderà al termine dell'esercizio finanziario 2017.

²³ Decisione (UE) 2015/298 della BCE, del 15 dicembre 2014, relativa alla distribuzione provvisoria del reddito della Banca centrale europea (rifusione) (BCE/2014/57) (GU L 53 del 25.2.2015, pag. 24), e successive modifiche.

Note allo stato patrimoniale

1 Oro e crediti in oro

Al 31 dicembre 2017 la BCE deteneva 16.229.522 onces²⁴ di oro fino. Nel 2017 non sono state effettuate transazioni in oro e pertanto le consistenze della BCE sono rimaste invariate rispetto al 31 dicembre 2016. La diminuzione del controvalore in euro di tali consistenze è dovuto al ribasso del prezzo di mercato dell'oro espresso in euro (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio e la nota 14, *Conti di rivalutazione*).

2 Crediti denominati in valuta estera nei confronti di residenti e non residenti nell'area dell'euro

2.1 Crediti verso l'FMI

Questa voce dell'attivo rappresenta la quota di DSP detenuta dalla BCE al 31 dicembre 2017, risultante da un accordo di scambio con il Fondo monetario internazionale (FMI) in base al quale quest'ultimo è autorizzato a eseguire operazioni di vendita e acquisto di DSP contro euro, per conto della BCE, entro un livello minimo e uno massimo di quote detenute. A fini contabili i DSP sono assimilati a una divisa estera (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). La diminuzione del controvalore in euro delle consistenze in DSP della BCE è ascrivibile al deprezzamento del DSP nei confronti dell'euro nel 2017.

2.2 Saldi presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero e crediti denominati in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro

Queste due poste sono rappresentate da saldi presso banche e prestiti denominati in valuta estera, nonché da investimenti in titoli denominati in dollari statunitensi, renminbi cinesi e yen giapponesi.

²⁴ Corrispondenti a 504,8 tonnellate.

Crediti nei confronti di non residenti nell'area dell'euro	2017 €	2016 €	Variazione €
Conti correnti	6.793.888.796	6.844.526.120	(50.637.324)
Depositi del mercato monetario	2.316.566.582	2.005.810.644	310.755.938
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	0	503.747.273	(503.747.273)
Investimenti in titoli	34.650.188.561	41.066.843.366	(6.416.654.805)
Totale	43.760.643.939	50.420.927.403	(6.660.283.464)

Crediti nei confronti di residenti nell'area dell'euro	2017 €	2016 €	Variazione €
Conti correnti	1.022.379	1.211.369	(188.990)
Depositi del mercato monetario	2.422.295.400	1.964.182.715	458.112.685
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	1.288.251.480	507.541.979	780.709.501
Totale	3.711.569.259	2.472.936.063	1.238.633.196

Il valore totale di queste voci si è ridotto nel 2017 principalmente a causa del deprezzamento sia del dollaro statunitense sia dello yen giapponese nei confronti dell'euro.

Consistenze nette in valuta estera²⁵ detenute dalla BCE al 31 dicembre 2017:

	2017 Valuta in milioni	2016 Valuta in milioni
Dollari statunitensi	46.761	46.759
Yen giapponesi	1.093.563	1.091.844
Renminbi cinesi	3.755	0

Nella prima metà del 2017 la BCE ha dato attuazione alla decisione del Consiglio direttivo di investire in renminbi cinesi (CNY) un esiguo ammontare delle proprie riserve in valuta. Tale investimento è stato effettuato modificando la composizione delle riserve valutarie della BCE, la quale ha venduto una piccola quota delle proprie riserve in dollari statunitensi e reinvestito l'intero importo in renminbi²⁶.

3 Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro

Al 31 dicembre 2017 questa voce comprende i saldi di conti correnti di residenti nell'area dell'euro per 143,3 milioni di euro (98,6 milioni nel 2016).

²⁵ Tali consistenze comprendono attività al netto delle passività denominate nelle divise che sono soggette a valutazione da cambio. Sono iscritte alle voci "Crediti denominati in valuta estera nei confronti di non residenti nell'area dell'euro", "Crediti denominati in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro", "Ratei e risconti attivi", "Differenze da valutazione su operazioni fuori bilancio" (passivo) e "Ratei e risconti passivi"; inoltre tengono conto delle operazioni a termine e di swap in valuta "fuori bilancio". Non sono considerate le plusvalenze sugli strumenti finanziari denominati in valuta estera risultanti dalla valutazione a prezzi di mercato.

²⁶ Cfr. il comunicato stampa della BCE del [13 giugno 2017](#).

4 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro

4.1 Titoli detenuti per finalità di politica monetaria

Al 31 dicembre 2017 questa voce comprende i titoli acquisiti dalla BCE nell'ambito dei tre Programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite (CBPP), del Programma per il mercato dei titoli finanziari (SMP), del Programma di acquisto di titoli garantiti da attività (ABSPP) e del Programma di acquisto per il settore pubblico (PSPP)²⁷.

Gli acquisti relativi al CBPP1 si sono conclusi il 30 giugno 2010, mentre il CBPP2 è terminato il 31 ottobre 2012. Il Consiglio direttivo ha deciso di porre fine agli acquisti nell'ambito dell'SMP il 6 settembre 2012.

Nel 2017 l'Eurosistema ha proseguito gli acquisti nell'ambito del Programma di acquisto di attività (PAA), costituito dal CBPP3, dall'ABSPP, dal PSPP e dal Programma di acquisto per il settore societario (CSPP)²⁸. Il ritmo mensile degli acquisti netti complessivi del PAA effettuati dalle BCN e dalla BCE era pari a 80 miliardi di euro in media fino a marzo 2017 e a 60 miliardi da aprile 2017 sino alla fine dell'anno. Nella riunione di ottobre 2017²⁹, il Consiglio direttivo ha deciso di proseguire tali acquisti a un ritmo mensile di 30 miliardi di euro da gennaio a settembre 2018 o anche oltre, se necessario, e in ogni caso finché non riscontrerà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione. Contestualmente agli acquisti netti sarà reinvestito il capitale rimborsato sui titoli giunti a scadenza acquistati nel quadro del PAA.

I titoli relativi a tutti i programmi menzionati sono valutati al costo ammortizzato tenendo conto di eventuali riduzioni durevoli di valore (cfr. la sezione *Titoli* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

Il costo ammortizzato dei titoli detenuti dalla BCE e il loro valore di mercato³⁰ (che non è iscritto nello stato patrimoniale ed è riportato solo a fini di raffronto) sono indicati nella tavola seguente.

²⁷ La BCE non acquista titoli nel quadro del Programma di acquisto per il settore societario (CSPP).

²⁸ Per maggiori informazioni sul PAA, cfr. [il sito Internet della BCE](#).

²⁹ Cfr. il comunicato stampa della BCE del [26 ottobre 2017](#).

³⁰ Il valore di mercato è indicativo ed è ricavato dalle quotazioni di mercato. Se queste non sono disponibili, il prezzo di mercato è stimato applicando modelli interni dell'Eurosistema.

	2017 €		2016 €		Variazione €	
	Costo ammortizzato	Valore di mercato	Costo ammortizzato	Valore di mercato	Costo ammortizzato	Valore di mercato
CBPP1	618.533.956	654.666.968	1.032.305.522	1.098.106.253	(413.771.566)	(443.439.285)
CBPP2	385.880.413	421.794.246	690.875.649	743.629.978	(304.995.236)	(321.835.732)
CBPP3	19.732.748.768	19.958.910.843	16.550.442.553	16.730.428.857	3.182.306.215	3.228.481.986
SMP	6.644.212.912	7.554.660.470	7.470.766.415	8.429.995.853	(826.553.503)	(875.335.383)
ABSPP	25.014.963.778	25.044.597.490	22.800.124.065	22.786.088.513	2.214.839.713	2.258.508.977
PSPP	175.989.921.047	177.087.513.888	112.270.760.463	112.958.545.591	63.719.160.584	64.128.968.297
Totale	228.386.260.874	230.722.143.905	160.815.274.667	162.746.795.045	67.570.986.207	67.975.348.860

La diminuzione del costo ammortizzato dei portafogli relativi al CBPP1, al CBPP2 e all'SMP è dovuta ai rimborsi.

Il Consiglio direttivo valuta periodicamente i rischi finanziari connessi ai portafogli detenuti nel quadro di tutti i programmi suddetti.

Sulla base dei dati disponibili a fine esercizio, vengono condotte annualmente verifiche sulle eventuali riduzioni durevoli di valore sottoposte poi ad approvazione del Consiglio direttivo. In tale contesto, gli indicatori delle riduzioni durevoli di valore sono valutati separatamente per ciascun programma. Nei casi in cui si sono osservati indicatori di riduzione durevole di valore, sono state effettuate ulteriori analisi per confermare che i flussi finanziari dei relativi titoli non ne abbiano risentito. Alla luce dei risultati delle verifiche effettuate nel 2017, nell'esercizio la BCE non ha registrato perdite sui titoli dei propri portafogli detenuti per finalità di politica monetaria.

5 Crediti interni all'Eurosistema

5.1 Crediti derivanti dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema

In questa posta di bilancio confluiscono i crediti della BCE nei confronti delle BCN dei paesi dell'area dell'euro relativi all'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). La remunerazione di tali crediti è calcolata su base giornaliera all'ultimo tasso di interesse marginale disponibile applicato dall'Eurosistema nelle aste delle operazioni di rifinanziamento principali³¹ (cfr. la nota 22.2, *Interessi attivi derivanti dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema*).

³¹ Dal 16 marzo 2016 il tasso di interesse applicato dall'Eurosistema nelle aste delle operazioni di rifinanziamento principali è pari allo 0,00 per cento.

6 Altre attività

6.1 Immobilizzazioni materiali e immateriali

Voci iscritte al 31 dicembre 2017:

	2017 €	2016 €	Variazione €
Costo			
Terreni e fabbricati	1.006.108.554	1.011.662.911	(5.554.357)
Attrezzature all'interno degli edifici	221.866.010	221.888.762	(22.752)
Computer (hardware e software)	109.919.236	88.893.887	21.025.349
Impianti, mobili e automezzi	95.383.187	96.197.706	(814.519)
Immobilizzazioni in corso	3.364.162	3.024.459	339.703
Altre immobilizzazioni	10.082.651	9.713.742	368.909
Costo totale	1.446.723.800	1.431.381.467	15.342.333
Fondo di ammortamento			
Terreni e fabbricati	(95.622.635)	(72.284.513)	(23.338.122)
Attrezzature all'interno degli edifici	(47.644.949)	(31.590.282)	(16.054.667)
Computer (hardware e software)	(74.188.322)	(57.935.440)	(16.252.882)
Impianti, mobili e automezzi	(31.856.677)	(29.107.438)	(2.749.239)
Altre immobilizzazioni	(1.393.040)	(1.138.207)	(254.833)
Fondo di ammortamento totale	(250.705.623)	(192.055.880)	(58.649.743)
Valore netto contabile	1.196.018.177	1.239.325.587	(43.307.410)

L'incremento netto della voce "Computer (hardware e software)" riflette gli investimenti in server, archiviazione di dati, componenti e software di rete per il potenziamento dell'infrastruttura tecnologica corrente.

Con riferimento alla sede principale della BCE, a fine esercizio è stata condotta una verifica di riduzione durevole di valore che non ha dato luogo ad alcuna perdita.

6.2 Altre attività finanziarie

La voce include principalmente gli investimenti dei fondi propri della BCE detenuti in contropartita diretta del capitale e delle riserve e del fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro. La voce comprende inoltre 3.211 azioni della Banca dei regolamenti internazionali (BRI) contabilizzate al costo di acquisto pari a 41,8 milioni di euro.

Le componenti di questa voce sono:

	2017 €	2016 €	Variazione €
Conti correnti in euro	30.000	30.000	0
Titoli denominati in euro	18.416.779.029	19.113.074.101	(696.295.072)
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine in euro	2.043.990.172	1.463.994.460	579.995.712
Altre attività finanziarie	41.833.941	41.830.662	3.279
Totale	20.502.633.142	20.618.929.223	(116.296.081)

La diminuzione netta di questa voce nel 2017 è ascrivibile in prevalenza alla riduzione del valore di mercato dei titoli denominati in euro del portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri della BCE.

6.3 Differenze da valutazione su operazioni “fuori bilancio”

Questa voce si compone principalmente delle variazioni da valutazione relative alle operazioni di swap e a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2017 (cfr. la nota 19, *Operazioni di swap e a termine in valuta*). Tali variazioni, pari a 450,3 milioni di euro (837,4 milioni nel 2016), risultano dalla conversione in euro di queste operazioni ai tassi di cambio vigenti nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, a fronte del controvalore in euro che si ottiene dalla conversione delle operazioni al costo medio della rispettiva divisa esistente a tale data (cfr. le sezioni *Operazioni “fuori bilancio”* e *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

In questa voce sono espresse anche le plusvalenze da valutazione sulle operazioni di swap su tassi di interesse in essere (cfr. la nota 18, *Swap su tassi di interesse*).

6.4 Ratei e risconti attivi

Nel 2017 questa voce comprende gli interessi cedolari maturati sui titoli, inclusi i dietimi di interesse versati al momento dell'acquisto, per 2.476,3 milioni di euro (1.924,5 milioni nel 2016) (cfr. le note 2.2, *Saldi presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero e crediti denominati in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro*, 4, *Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro*, e 6.2, *Altre attività finanziarie*).

Sono inoltre ricompresi (a) i redditi maturati con riferimento ai progetti comuni dell'Eurosistema (cfr. la nota 27, *Altri proventi*), (b) i risconti vari e (c) gli interessi attivi generati da altre attività finanziarie.

6.5 Varie

La voce comprende soprattutto gli importi della distribuzione provvisoria del reddito della BCE (cfr. la sezione *Distribuzione provvisoria dell'utile* nelle note sui criteri di

rilevazione contabile e di redazione del bilancio e la nota 11.2, *Altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)*).

Nella voce rientrano anche i saldi, per un valore di 491,6 milioni di euro (804,3 milioni nel 2016), connessi alle operazioni di swap e a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2017 che risultano dalla conversione in euro di tali operazioni al costo medio della rispettiva valuta nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, a fronte dei controvalori in euro per i quali sono state inizialmente registrate le operazioni (cfr. la sezione *Operazioni "fuori bilancio"* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

7 Banconote in circolazione

Questa voce indica la quota spettante alla BCE (8 per cento) sul totale delle banconote in euro in circolazione (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

8 Altre passività denominate in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro

Per il prestito di titoli acquistati nel quadro del PSPP, le banche centrali dell'Eurosistema possono accettare in garanzia contante, senza doverlo reinvestire. Per quanto riguarda la BCE, queste operazioni sono condotte tramite un'istituzione specializzata.

Al 31 dicembre 2017 il valore complessivo delle operazioni di prestito titoli del PSPP condotte con enti creditizi dell'area dell'euro era pari a 1,1 miliardi di euro (1,9 miliardi nel 2016). Il contante ricevuto in garanzia è stato depositato su conti Target2. Poiché a fine esercizio il contante risultava non investito, queste operazioni sono state rilevate nello stato patrimoniale (cfr. la sezione *Operazioni temporanee* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio)³².

9 Passività denominate in euro nei confronti di altri residenti nell'area dell'euro

9.1 Altre passività

In questa voce, che ammonta a 1.150,1 milioni di euro (1.060,0 milioni nel 2016), rientrano i depositi o i pagamenti di fondi accettati dalla BCE o effettuati dai o per

³² Le operazioni di prestito titoli che danno luogo a garanzie in contante sono registrate nei conti fuori bilancio se il contante risulta investito a fine esercizio (cfr. la nota 16, *Programmi di prestito titoli*).

conto dei partecipanti a EURO1 e RT1³³, utilizzati come fondo di garanzia per EURO1 o per agevolare i regolamenti in RT1.

10 Passività denominate in euro nei confronti di non residenti nell'area dell'euro

Al 31 dicembre 2017, la componente principale di questa voce è rappresentata da una passività di 10,1 miliardi di euro (4,1 miliardi nel 2016) derivante dall'accordo permanente per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute concluso con la Federal Reserve Bank of New York. In questo contesto la Federal Reserve fornisce alla BCE dollari statunitensi mediante operazioni di swap, finalizzate a offrire finanziamenti a breve termine in dollari alle controparti dell'Eurosistema. La BCE attiva simultaneamente operazioni di back-to-back swap con le BCN dei paesi dell'area dell'euro, le quali utilizzano i fondi così ottenuti per eseguire operazioni temporanee di immissione di liquidità in dollari con le controparti dell'Eurosistema. I back-to-back swap danno luogo a saldi interni all'Eurosistema, ossia fra la BCE e le BCN (cfr. la nota 11.2, *Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)*). Le operazioni di swap condotte con la Federal Reserve e le BCN dei paesi dell'area dell'euro generano inoltre attività e passività per operazioni a termine che vengono esposte nei conti "fuori bilancio" (cfr. la nota 19, *Operazioni di swap e a termine in valuta*).

La voce include anche una passività di 6,1 miliardi di euro (9,5 miliardi nel 2016) costituita dai saldi debitori della BCE nei confronti di banche centrali di paesi non appartenenti all'area dell'euro, a seguito o in contropartita di operazioni regolate tramite Target2. La diminuzione dei saldi nel 2017 è riconducibile a pagamenti disposti da non residenti nell'area dell'euro a favore di residenti.

La parte rimanente di questa voce è rappresentata da un importo pari a 3,4 miliardi di euro (3,1 miliardi nel 2016) derivante dalle operazioni di prestito titoli del PSPP condotte con soggetti non residenti nell'area dell'euro, in cui il contante ricevuto in garanzia è stato trasferito ai conti Target2 (cfr. la nota 8, *Altre passività denominate in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro*).

11 Passività interne all'Eurosistema

11.1 Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali

Costituiscono le passività verso le BCN dei paesi dell'area dell'euro derivanti dal trasferimento di riserve ufficiali alla BCE al momento dell'adesione all'Eurosistema. Nel 2017 non vi sono state variazioni.

³³ EURO1 e RT1 sono sistemi di pagamento gestiti da ABE CLEARING S.A.S. à capital variable (EBA Clearing).

	Dal 1° gennaio 2015 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1.435.910.943
Deutsche Bundesbank	10.429.623.058
Eesti Pank	111.729.611
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	672.637.756
Bank of Greece	1.178.260.606
Banco de España	5.123.393.758
Banque de France	8.216.994.286
Banca d'Italia	7.134.236.999
Central Bank of Cyprus	87.679.928
Latvijas Banka	163.479.892
Lietuvos bankas	239.453.710
Banque centrale du Luxembourg	117.640.617
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	37.552.276
De Nederlandsche Bank	2.320.070.006
Oesterreichische Nationalbank	1.137.636.925
Banco de Portugal	1.010.318.483
Banka Slovenije	200.220.853
Národná banka Slovenska	447.671.807
Suomen Pankki - Finlands Bank	728.096.904
Totale	40.792.608.418

La remunerazione di tali passività è calcolata su base giornaliera all'ultimo tasso di interesse marginale disponibile – applicato dall'Eurosistema nelle aste delle operazioni di rifinanziamento principali – aggiustato per tenere conto della componente infruttifera rappresentata dall'oro (cfr. la nota 22.3, *Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite*).

11.2 Altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)

Nel 2017 la voce include principalmente i saldi Target2 delle BCN dei paesi dell'area dell'euro nei confronti della BCE (cfr. la sezione *Saldi intra-SEBC e saldi interni all'Eurosistema* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). L'incremento di questa voce è attribuibile in prevalenza agli acquisti netti di titoli nell'ambito del PAA (cfr. la nota 4, *Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro*) con regolamento nei conti Target2. L'impatto degli acquisti netti è stato in parte compensato dall'incremento delle consistenze relative alle operazioni di back-to-back swap condotte con le BCN per consentire loro di erogare liquidità in dollari statunitensi.

La remunerazione delle posizioni Target2, ad eccezione dei saldi rivenienti dalle operazioni di back-to-back swap finalizzate all'immissione di liquidità in dollari, è calcolata su base giornaliera all'ultimo tasso di interesse marginale disponibile applicato dall'Eurosistema nelle aste delle operazioni di rifinanziamento principali.

Questa voce comprende anche il saldo a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro a titolo di distribuzione provvisoria del reddito della BCE (cfr. la sezione

Distribuzione provvisoria dell'utile nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

	2017 €	2016 €
Saldi Target2 a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	1.263.961.444.256	1.058.484.156.256
Saldi Target2 a debito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	(1.047.197.405.166)	(908.249.140.203)
Saldi a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro relativamente alla distribuzione provvisoria del reddito della BCE	987.730.460	966.234.559
Altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	217.751.769.550	151.201.250.612

12 Altre passività

12.1 Differenze da valutazione su operazioni “fuori bilancio”

Questa voce si compone principalmente delle variazioni da valutazione relative alle operazioni di swap e a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2017 (cfr. la nota 19, *Operazioni di swap e a termine in valuta*). Le variazioni risultano dalla conversione in euro di queste operazioni ai tassi di cambio vigenti nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, a fronte del controvalore in euro che si ottiene dalla conversione delle operazioni al costo medio della rispettiva divisa esistente a tale data (cfr. le sezioni *Operazioni “fuori bilancio”* e *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

In questa voce sono esposte anche le minusvalenze da valutazione sulle operazioni di swap su tassi di interesse in essere (cfr. la nota 18, *Swap su tassi di interesse*).

12.2 Ratei e risconti passivi

Al 31 dicembre 2017 questa voce comprende ratei passivi su spese di amministrazione, risconti passivi, principalmente in relazione al Meccanismo di vigilanza unico (MVU) (cfr. la nota 25, *Proventi/spese netti per provvigioni e commissioni*), e ratei passivi su strumenti finanziari.

	2017 €	2016 €	Variazione €
Ratei passivi su spese di amministrazione	41.447.444	20.723.173	20.724.271
Ratei passivi su strumenti finanziari	6.767.861	3.621.142	3.146.719
Risconti passivi	28.068.263	41.089.798	(13.021.535)
Ratei passivi su riserve ufficiali trasferite alla BCE	0	3.611.845	(3.611.845)
Totale	76.283.568	69.045.958	7.237.610

12.3 Varie

Come nell'esercizio precedente, nel 2017 questa voce comprende anche saldi per un importo di 498,3 milioni di euro (714,9 milioni nel 2016) relativi alle operazioni di swap e a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2017 (cfr. la nota 19, *Operazioni di swap e a termine in valuta*). Detti saldi risultano dalla conversione in euro delle operazioni al costo medio della rispettiva valuta nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, a fronte dei controvalori in euro per i quali sono state inizialmente registrate le operazioni (cfr. la sezione *Operazioni "fuori bilancio"* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

Tale posta include anche la passività netta per benefici definiti della BCE relativa ai benefici successivi al rapporto di lavoro e agli altri benefici a lungo termine a favore del personale, dei membri del Comitato esecutivo e dei membri del Consiglio di vigilanza dipendenti della BCE. Sono ricompresi anche i benefici per la cessazione del rapporto di lavoro a favore del personale della BCE.

*Benefici successivi al rapporto di lavoro, altri benefici a lungo termine e benefici per la cessazione del rapporto di lavoro erogati dalla BCE*³⁴

Stato patrimoniale

Importi iscritti nello stato patrimoniale in relazione ai benefici successivi al rapporto di lavoro, agli altri benefici a lungo termine e ai benefici dovuti al personale per la cessazione del rapporto di lavoro:

	2017 Personale mln €	2017 CE/CV mln €	2017 Totale mln €	2016 Personale mln €	2016 CE/CV mln €	2016 Totale mln €
Valore attuale delle obbligazioni	1.510,0	28,9	1.538,9	1.361,3	27,7	1.388,9
Fair value delle attività a servizio del piano	(1.017,1)	-	(1.017,1)	(878,0)	-	(878,0)
Passività netta per benefici definiti iscritta nello stato patrimoniale	492,9	28,9	521,8	483,3	27,7	510,9

Nel 2017 il valore attuale dell'obbligazione nei confronti del personale, pari a 1.510,0 milioni di euro (1.361,3 milioni nel 2016), include gli impegni relativi ai benefici successivi al rapporto di lavoro diversi dalle pensioni, agli altri benefici a lungo termine e ai benefici dovuti al personale per la cessazione del rapporto di lavoro non finanziati da specifiche attività, per un ammontare di 224,6 milioni di euro (187,0 milioni nel 2016). Il valore attuale dell'obbligazione nei confronti dei membri del Comitato esecutivo e del Consiglio di vigilanza pari a 28,9 milioni di euro

³⁴ Nelle tavole di questa sezione l'eventuale discrepanza fra il totale e la somma dei singoli importi è dovuta agli arrotondamenti. Le colonne "CE/CV" includono gli importi relativi sia al Comitato esecutivo (CE) sia al Consiglio di vigilanza (CV).

(27,7 milioni nel 2016) si riferisce esclusivamente ai benefici successivi al rapporto di lavoro e agli altri benefici a lungo termine non finanziati attraverso specifiche attività.

Conto economico

Importi iscritti nel conto economico per l'esercizio 2017:

	2017 Personale mln €	2017 CE/CV mln €	2017 Totale mln €	2016 Personale mln €	2016 CE/CV mln €	2016 Totale mln €
Costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti	153,2	1,9	155,1	104,4	1,6	106,0
Costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro passate	4,1	-	4,1	-	-	-
Interessi netti sulla passività netta per benefici definiti	10,1	0,6	10,7	9,7	0,6	10,3
<i>di cui:</i>						
<i>Interessi passivi sull'obbligazione</i>	28,3	0,6	28,9	29,1	0,6	29,8
<i>Interessi attivi sulle attività del piano</i>	(18,2)	-	(18,2)	(19,5)	-	(19,5)
(Utili)/perdite derivanti dal ricalcolo degli altri benefici a lungo termine	(0,9)	0,2	(0,7)	0,6	0,1	0,7
Totale relativo alla valutazione attuariale	166,5	2,7	169,2	114,6	2,4	117,0
Utilizzo dell'accantonamento per il CTS	(9,0)	-	(9,0)	-	-	-
Totale incluso in "Spese per il personale" al netto dell'utilizzo dell'accantonamento per il CTS	157,5	2,7	160,2	114,6	2,4	117,0

Nel 2017 il costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti è aumentato attestandosi a 155,1 milioni di euro (106,0 milioni nel 2016), soprattutto a seguito dell'introduzione, avvenuta durante l'esercizio, dello schema temporaneo di supporto al riorientamento professionale (career transition support, CTS), indirizzato a sostenere il personale con elevata anzianità di servizio affinché possa intraprendere, a titolo volontario e a determinate condizioni, un percorso lavorativo al di fuori della BCE. L'impatto sulle spese per il personale è stato in parte compensato dall'utilizzo dell'apposito fondo di accantonamento per un importo di 9,0 milioni di euro che era stato costituito nel 2016 a questo scopo.

Nel 2017 il costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro passate è riconducibile all'introduzione del piano per l'assistenza a lungo termine, che è un piano a benefici definiti istituito per la copertura delle cure non mediche. Il costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro passate è connesso agli attuali percettori di pensione che hanno titolo a ricevere benefici dal nuovo piano con effetto immediato.

Variazioni dell'obbligazione a benefici definiti, delle attività del piano e dei risultati del ricalcolo

Variazioni del valore attuale dell'obbligazione a benefici definiti:

	2017 Personale mln €	2017 CE/CV mln €	2017 Totale mln €	2016 Personale mln €	2016 CE/CV mln €	2016 Totale mln €
Obbligazione a benefici definiti iniziale	1.361,3	27,7	1.388,9	1.116,7	24,1	1.140,8
Costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti	153,2	1,9	155,1	104,4	1,6	106,0
Costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro passate	4,1	-	4,1	-	-	-
Interessi passivi sull'obbligazione	28,3	0,6	28,9	29,1	0,6	29,8
Contributi versati dai partecipanti al piano ³⁵	23,1	0,2	23,3	19,5	0,2	19,8
Benefici versati	(11,9)	(0,9)	(12,7)	(8,6)	(0,8)	(9,5)
(Utili)/perdite derivanti dal ricalcolo	(48,1)	(0,6)	(48,7)	100,2	1,9	102,1
Obbligazione a benefici definiti finale	1.510,0	28,9	1.538,9	1.361,3	27,7	1.388,9

Gli utili totali derivanti dal ricalcolo, pari a 48,7 milioni di euro sull'obbligazione a benefici definiti nel 2017, sono riconducibili all'aumento del tasso di attualizzazione dal 2 al 2,1 per cento fra il 2016 e il 2017 e alla riduzione degli incrementi dei trattamenti pensionistici futuri ipotizzati dall'1,4 all'1,3 per cento fra il 2016 e il 2017.

Variazioni nel 2017 del fair value delle attività a servizio del piano ricomprese nel fondo a benefici definiti per il personale:

	2017 mln €	2016 mln €
Fair value iniziale delle attività a servizio del piano	878,0	755,3
Interessi attivi sulle attività del piano	18,2	19,5
Utili derivanti dal ricalcolo	54,6	44,7
Contributi versati dal datore di lavoro	51,8	45,0
Contributi versati dai partecipanti al piano	23,1	19,5
Benefici versati	(8,6)	(6,0)
Fair value finale delle attività a servizio del piano	1.017,1	878,0

Sia nel 2017 che nel 2016 gli utili da ricalcolo sulle attività a servizio del piano riflettono il fatto che i rendimenti effettivi sulle quote del fondo sono stati più elevati degli interessi attivi stimati sulle attività del piano.

Variazioni nel 2017 dei risultati del ricalcolo (cfr. la nota 14, *Conti di rivalutazione*):

	2017 mln €	2016 mln €
Perdite iniziali derivanti dal ricalcolo	(205,1)	(148,4)
Utili sulle attività del piano	54,6	44,7
Utili/(perdite) sull'obbligazione	48,7	(102,1)
Perdite iscritte nel conto economico	(0,7)	0,7
Perdite finali derivanti dal ricalcolo registrate nei "Conti di rivalutazione"	(102,5)	(205,1)

³⁵ I contributi obbligatori versati dal personale sono pari al 7,4 per cento dello stipendio base, mentre quelli corrisposti dalla BCE ammontano al 20,7 per cento.

Ipotesi principali

Le valutazioni degli attuari citate nella presente nota si basano su ipotesi che sono state accettate dal Comitato esecutivo ai fini del trattamento contabile e dell'esposizione in bilancio. Le principali ipotesi adottate per il calcolo della passività relativa ai benefici successivi al rapporto di lavoro e agli altri benefici a lungo termine sono le seguenti.

	2017 %	2016 %
Tasso di attualizzazione	2,10	2,00
Rendimento atteso sulle attività del piano ³⁶	3,10	3,00
Incrementi generali futuri delle retribuzioni ³⁷	2,00	2,00
Incrementi dei trattamenti pensionistici futuri ³⁸	1,30	1,40

Nel 2017, inoltre, i versamenti volontari effettuati dal personale nel fondo a contribuzione definita ammontano a 149,9 milioni di euro (133,2 milioni nel 2016). Tali versamenti sono investiti in attività a servizio del piano e danno luogo a un'obbligazione corrispondente di pari valore.

13 Accantonamenti

La voce comprende in prevalenza un fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro.

Il fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro verrà utilizzato, nella misura considerata necessaria dal Consiglio direttivo, per ripianare perdite future realizzate e non realizzate.

L'ammontare dell'accantonamento e l'esigenza stessa di continuare a disporre sono riesaminati con cadenza annuale, sulla base della valutazione della BCE riguardo alla propria esposizione a tali rischi e alla luce di una serie di fattori. L'ammontare del fondo di accantonamento, sommato a qualsiasi importo detenuto nel fondo di riserva generale, non può superare il valore del capitale della BCE versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro.

Al 31 dicembre 2017 il fondo di accantonamento per i rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro ammonta a 7.619.884.851 euro, importo invariato rispetto al 2016. Tale importo corrisponde al valore del capitale della BCE versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro a quella data.

³⁶ Queste ipotesi sono state impiegate per calcolare la parte dell'obbligazione a benefici definiti della BCE finanziata da attività con garanzia sul capitale.

³⁷ Sono inoltre considerati gli aumenti futuri delle retribuzioni individuali fino all'1,8 per cento l'anno, a seconda dell'età degli iscritti al piano.

³⁸ Conformemente al regolamento sul piano pensionistico della BCE, i trattamenti pensionistici saranno soggetti a un incremento annuale. Quest'ultimo sarà allineato agli incrementi generali delle retribuzioni dei dipendenti della BCE, laddove essi risultino inferiori all'inflazione. Qualora siano superiori, serviranno da base per il calcolo dell'aumento dei trattamenti pensionistici a condizione che la posizione finanziaria dei piani della BCE lo consenta.

14 Conti di rivalutazione

Questa voce comprende principalmente saldi da rivalutazione originati da plusvalenze non realizzate rilevate su attività, passività e strumenti fuori bilancio (cfr. le sezioni *Rilevazione delle rendite e delle spese, Oro e attività e passività in valuta estera, Titoli e Operazioni "fuori bilancio"* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). È altresì incluso il ricalcolo della passività netta per benefici definiti relativa ai benefici successivi al rapporto di lavoro (cfr. la sezione *Benefici successivi al rapporto di lavoro, altri benefici a lungo termine e benefici per la cessazione del rapporto di lavoro erogati dalla BCE* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio e la nota 12.3, *Varie*).

	2017 €	2016 €	Variazione €
Oro	13.664.030.012	13.926.380.231	(262.350.219)
Valuta estera	7.851.010.723	14.149.471.665	(6.298.460.942)
Titoli e altri strumenti	532.971.621	755.494.021	(222.522.400)
Passività netta per benefici definiti relativa ai benefici successivi al rapporto di lavoro	(102.540.109)	(205.078.109)	102.538.000
Totale	21.945.472.247	28.626.267.808	(6.680.795.561)

La diminuzione registrata per i conti di rivalutazione è ascrivibile in gran parte all'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro statunitense e dello yen giapponese nel 2017.

I tassi di cambio utilizzati per la valutazione di fine anno sono:

Tassi di cambio	2017	2016
Dollari statunitensi per euro	1,1993	1,0541
Yen giapponesi per euro	135,01	123,40
Renminbi cinesi per euro	7,8044	7,3202
Euro per DSP	1,1876	1,2746
Euro per oncia di oro fino	1.081,881	1.098,046

15 Capitale e riserve

15.1 Capitale

Il capitale sottoscritto della BCE è pari a 10.825.007.069 euro. Il capitale versato dalle BCN dei paesi aderenti e non aderenti all'area dell'euro ammonta a 7.740.076.935 euro.

Le BCN dei paesi dell'area dell'euro hanno versato integralmente le rispettive quote del capitale sottoscritto, che dal 1° gennaio 2015 ammontano a 7.619.884.851 euro, come si evince dalla tavola³⁹.

	Quote di partecipazione al capitale dal 1° gennaio 2015 ⁴⁰ %	Capitale versato dal 1° gennaio 2015 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2,4778	268.222.025
Deutsche Bundesbank	17,9973	1.948.208.997
Eesti Pank	0,1928	20.870.614
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	1,1607	125.645.857
Bank of Greece	2,0332	220.094.044
Banco de España	8,8409	957.028.050
Banque de France	14,1792	1.534.899.402
Banca d'Italia	12,3108	1.332.644.970
Central Bank of Cyprus	0,1513	16.378.236
Latvijas Banka	0,2821	30.537.345
Lietuvos bankas	0,4132	44.728.929
Banque centrale du Luxembourg	0,2030	21.974.764
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0648	7.014.605
De Nederlandsche Bank	4,0035	433.379.158
Oesterreichische Nationalbank	1,9631	212.505.714
Banco de Portugal	1,7434	188.723.173
Banka Slovenije	0,3455	37.400.399
Národná banka Slovenska	0,7725	83.623.180
Suomen Pankki - Finlands Bank	1,2564	136.005.389
Totale	70,3915	7.619.884.851

Le BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro sono tenute a versare il 3,75 per cento della rispettiva quota del capitale sottoscritto della BCE quale contributo ai costi operativi della stessa. Dal 1° gennaio 2015 tale contributo ammonta a un totale di 120.192.083 euro. Le BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro non hanno titolo a partecipare alla ripartizione degli utili, né sono tenute a coprire eventuali perdite della BCE.

Le BCN dei paesi non aderenti all'area dell'euro hanno versato gli importi esposti nella tavola seguente.

³⁹ I singoli importi sono arrotondati all'euro. Pertanto, l'eventuale discrepanza fra i totali riportati nelle tavole di questa nota è dovuta agli arrotondamenti.

⁴⁰ L'ultima modifica alle quote assegnate alle singole BCN nello schema di sottoscrizione del capitale della BCE risale al 1° gennaio 2014. Tuttavia, il 1° gennaio 2015, a seguito dell'adesione della Lituania all'area dell'euro, la ponderazione delle BCN dei paesi dell'area nel capitale complessivo della BCE è aumentata, mentre la ponderazione delle BCN dei paesi non appartenenti all'area è diminuita. In seguito non sono state effettuate altre modifiche.

	Quote di partecipazione al capitale dal 1° gennaio 2015 %	Capitale versato dal 1° gennaio 2015 €
Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria)	0,8590	3.487.005
Česká národní banka	1,6075	6.525.450
Danmarks Nationalbank	1,4873	6.037.512
Hrvatska narodna banka	0,6023	2.444.963
Magyar Nemzeti Bank	1,3798	5.601.129
Narodowy Bank Polski	5,1230	20.796.192
Banca Națională a României	2,6024	10.564.124
Sveriges riksbank	2,2729	9.226.559
Bank of England	13,6743	55.509.148
Totale	29,6085	120.192.083

Operazioni “fuori bilancio”

16 Programmi di prestito titoli

Nell’ambito della gestione dei fondi propri, la BCE ha concluso un accordo su un programma di prestito titoli, in base al quale un’istituzione specializzata effettua per conto della BCE tali operazioni.

Inoltre, conformemente alle decisioni del Consiglio direttivo, la BCE ha reso disponibili a fini di prestito le proprie consistenze in titoli del primo, del secondo e del terzo CBPP, come pure i titoli del PSPP e quelli dell’SMP che sono anche idonei all’acquisto nell’ambito del PSPP⁴¹.

Tali operazioni di prestito titoli sono rilevate nei conti fuori bilancio, purché siano condotte a fronte di garanzie in contante che risultano investite a fine esercizio⁴². Al 31 dicembre 2017 è in essere un importo di 13,4 miliardi di euro (10,9 miliardi nel 2016) relativo a tali operazioni. Di questo ammontare, 7,2 miliardi di euro (3,9 miliardi nel 2016) sono riconducibili al prestito di titoli detenuti per finalità di politica monetaria.

17 Future su tassi di interesse

Al 31 dicembre 2017 sono in essere le seguenti operazioni in valuta, esposte ai tassi di mercato di fine esercizio:

Future su tassi di interesse in valuta	2017 Valore dei contratti €	2016 Valore dei contratti €	Variazione €
Acquisti	6.518.052.197	558.770.515	5.959.281.682
Vendite	6.584.789.977	2.258.798.975	4.325.991.002

Tali operazioni sono state eseguite nell’ambito della gestione delle riserve valutarie della BCE.

18 Swap su tassi di interesse

Al 31 dicembre 2017 risultano in essere swap su tassi di interesse per un valore nominale di 415,9 milioni di euro (378,3 milioni nel 2016). Tali operazioni sono state eseguite nell’ambito della gestione delle riserve in valuta della BCE.

⁴¹ La BCE non acquista titoli nell’ambito del CSPP e di conseguenza non ha consistenze disponibili per il prestito relative a questo programma.

⁴² Se a fine esercizio le garanzie in contante risultano non investite, tali operazioni sono rilevate in bilancio (cfr. le note 8, *Altre passività denominate in euro verso enti creditizi dell’area dell’euro*, e 10, *Passività denominate in euro nei confronti di non residenti nell’area dell’euro*).

19 Operazioni di swap e a termine in valuta

Gestione delle riserve in valuta

Nel 2017, nel quadro della gestione delle riserve valutarie della BCE sono state condotte operazioni di swap e a termine in valuta. Le attività e passività rivenienti dalle operazioni in essere al 31 dicembre 2017 sono rilevate ai tassi di mercato di fine esercizio:

Operazioni di swap e a termine in valuta	2017 €	2016 €	Variazione €
Attività	2.731.848.697	3.123.544.615	(391.695.918)
Passività	2.719.012.506	2.855.828.167	(136.815.661)

Operazioni finalizzate all'immissione di liquidità

L'offerta di liquidità in dollari alle controparti dell'Eurosistema (cfr. la nota 10, *Passività denominate in euro nei confronti di non residenti nell'area dell'euro*) ha dato luogo ad attività e passività in dollari statunitensi con data di regolamento nel 2017.

20 Gestione delle operazioni di raccolta e di prestito

Nel 2017 la BCE ha continuato a gestire le operazioni di raccolta e di prestito dell'UE nell'ambito del Meccanismo di sostegno finanziario a medio termine, del Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria, della European Financial Stability Facility e del Meccanismo europeo di stabilità (MES), nonché dell'accordo di prestito in favore della Grecia. Nel 2017 la BCE ha eseguito i pagamenti relativi a tali operazioni e i pagamenti sotto forma di sottoscrizione dei membri del capitale autorizzato del MES.

21 Passività potenziali derivanti da cause pendenti

Quattro azioni giudiziarie sono state avviate contro la BCE e altre istituzioni dell'UE da alcuni depositanti, azionisti e obbligazionisti di enti creditizi ciprioti. I ricorrenti hanno dichiarato di avere subito perdite finanziarie a seguito di atti che avrebbero determinato, a loro avviso, la ristrutturazione di tali enti creditizi nell'ambito del programma di assistenza finanziaria per Cipro. Nel 2014 il Tribunale dell'UE ha respinto dodici cause analoghe dichiarandole irricevibili nella loro interezza. Otto di queste ordinanze sono state impugnate e nel 2016 la Corte di giustizia dell'Unione europea ha confermato l'irricevibilità delle cause oppure si è pronunciata a favore della BCE. Nel processo che ha condotto alla conclusione del programma di assistenza finanziaria, la BCE è stata coinvolta esclusivamente per prestare consulenza tecnica in virtù del Trattato del MES, in raccordo con la Commissione europea, e per formulare un parere non vincolante sul progetto di legge cipriota di risoluzione delle crisi. Si ritiene pertanto che le cause intentate non daranno luogo a perdite per la BCE.

Note al conto economico

22 Interessi attivi netti

22.1 Interessi attivi sulle riserve ufficiali

Questa voce comprende interessi attivi, al netto di quelli passivi, relativi alle riserve valutarie nette della BCE.

	2017 €	2016 €	Variazione €
Interessi attivi sui conti correnti	5.111.897	1.499.288	3.612.609
Interessi attivi sui depositi del mercato monetario	54.839.007	18.095.835	36.743.172
Interessi passivi sulle operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine	(1.101.476)	(34.017)	(1.067.459)
Interessi attivi sulle operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	37.067.062	12.745.338	24.321.724
Interessi attivi sui titoli	389.779.270	304.958.993	84.820.277
Interessi attivi/(passivi) sulle operazioni di swap su tassi di interesse	(109.873)	19.080	(128.953)
Interessi attivi sulle operazioni a termine e di swap in valuta	48.575.683	33.157.253	15.418.430
Interessi attivi sulle riserve ufficiali (netti)	534.161.570	370.441.770	163.719.800

L'incremento complessivo di questa posta di bilancio nel 2017 è ascrivibile prevalentemente all'aumento degli interessi attivi maturati sul portafoglio in dollari statunitensi.

22.2 Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema

La voce comprende gli interessi attivi derivanti dalla quota (8 per cento) assegnata alla BCE sul totale delle banconote in euro emesse (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio e la nota 5.1, *Crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema*). A fine 2017 questa voce era pari a zero, poiché il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato mantenuto allo 0 per cento durante l'intero esercizio.

22.3 Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite

Tale voce rileva la remunerazione corrisposta alle BCN dei paesi dell'area dell'euro sui crediti relativi al trasferimento di riserve ufficiali alla BCE (cfr. la nota 11.1, *Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali*). Nel 2017 la remunerazione

è stata pari a zero, poiché il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato mantenuto allo 0 per cento durante l'intero esercizio.

22.4 Altri interessi attivi e altri interessi passivi

Nel 2017 queste voci ricomprendono soprattutto interessi attivi netti per 1,1 miliardi di euro (1,0 miliardi nel 2016) sui titoli detenuti dalla BCE per finalità di politica monetaria. Di questo ammontare, 0,6 miliardi di euro (0,4 miliardi nel 2016) sono relativi agli interessi attivi netti generati dai titoli del PAA e 0,4 miliardi di euro (0,5 miliardi nel 2016) agli interessi attivi netti maturati sui titoli dell'SMP, di cui 154,5 milioni di euro (185,3 milioni nel 2016) riconducibili alle consistenze di titoli di Stato greci detenute dalla BCE.

La parte restante include principalmente interessi attivi e passivi sul portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri della BCE (cfr. la nota 6.2, *Altre attività finanziarie*) e su altre poste fruttifere.

23 Utili e perdite realizzati rivenienti da operazioni finanziarie

La tavola seguente presenta gli utili netti realizzati nel 2017 su operazioni finanziarie.

	2017 €	2016 €	Variazione €
Utili netti da negoziazione da prezzo	22.249.008	159.456.244	(137.207.236)
Utili netti da negoziazione in cambi e su oro	138.820.035	65.085.498	73.734.537
Utili netti realizzati su operazioni finanziarie	161.069.043	224.541.742	(63.472.699)

Nel 2017 gli utili netti da negoziazione realizzati (comprendenti gli utili e le perdite realizzati su titoli, future su tassi di interesse e swap su tassi di interesse) hanno registrato una riduzione ascrivibile in prevalenza alla diminuzione degli utili da prezzo realizzati sui titoli del portafoglio in dollari statunitensi.

L'incremento complessivo degli utili netti da negoziazione realizzati in cambi e su oro è riconducibile soprattutto alla vendita di un importo esiguo delle riserve in dollari statunitensi finalizzata alla costituzione di un portafoglio denominato in renminbi cinesi⁴³ (cfr. la nota 2.2, *Saldi presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero e crediti denominati in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro*).

24 Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie

La tavola seguente riporta le svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie nel 2017.

⁴³ Cfr. il comunicato stampa della BCE del [13 giugno 2017](#).

	2017 €	2016 €	Variazione €
Perdite non realizzate su titoli	(78.577.070)	(148.159.250)	69.582.180
Perdite non realizzate in cambi	(26.556.261)	(12.760)	(26.543.501)
Totale svalutazioni	(105.133.331)	(148.172.010)	43.038.679

Nel 2017 il valore di mercato di alcuni titoli detenuti nel portafoglio in dollari statunitensi ha registrato un'ulteriore riduzione, parallelamente all'incremento dei relativi rendimenti, determinando di conseguenza perdite da prezzo non realizzate.

Le perdite non realizzate in cambi sono ascrivibili in prevalenza alla svalutazione delle riserve in renminbi cinesi, il cui tasso di cambio di fine esercizio è risultato inferiore al costo medio di acquisizione, a causa del deprezzamento di questa valuta nei confronti dell'euro dopo gli acquisti effettuati dalla BCE.

25 Proventi/spese netti per provvigioni e commissioni

	2017 €	2016 €	Variazione €
Provvigioni e commissioni attive	452.095.734	382.191.051	69.904.683
Provvigioni e commissioni passive	(12.025.845)	(10.868.282)	(1.157.563)
Proventi netti da provvigioni e commissioni	440.069.889	371.322.769	68.747.120

Nel 2017 tali proventi sono rappresentati principalmente dai contributi per le attività di vigilanza e dalle sanzioni pecuniarie amministrative irrogate ai soggetti vigilati per inosservanza della normativa bancaria dell'UE sui requisiti prudenziali (comprese le decisioni di vigilanza della BCE). Le spese sono rappresentate soprattutto dalle commissioni di custodia e dalle provvigioni corrisposte ai gestori patrimoniali esterni incaricati di acquistare sino a fine marzo 2017⁴⁴, per conto dell'Eurosistema e nel rispetto di esplicite istruzioni, titoli idonei derivanti da cartolarizzazioni.

Proventi e spese derivanti dalle funzioni di vigilanza

Nel novembre 2014 la BCE ha assunto i propri compiti di vigilanza in conformità dell'articolo 33 del Regolamento sull'MVU⁴⁵. Al fine di coprire le spese sostenute per l'assolvimento di queste funzioni la BCE richiede ai soggetti vigilati contributi annuali. Ad aprile 2017 la BCE ha annunciato che i contributi annuali per le attività di vigilanza relativi al medesimo esercizio sarebbero ammontati a 425,0 milioni di euro⁴⁶. Tale ammontare si basa sulle spese annuali relative ai compiti di vigilanza stimate per il 2017, pari a 464,7 milioni di euro, rettificata per (1) la differenza positiva per 41,1 milioni di euro dei contributi del 2016 rispetto alle spese effettive

⁴⁴ Cfr. il comunicato stampa della BCE del [15 dicembre 2016](#).

⁴⁵ Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi (GU L 287 del 29.10.2013, pag. 63).

⁴⁶ Questo importo è stato fatturato nell'ottobre 2017 con termine di pagamento fissato al 30 novembre 2017.

dello stesso anno e (2) gli importi rimborsati in relazione alle variazioni del numero o della classificazione dei soggetti vigilati⁴⁷ (1,4 milioni di euro).

Sulla base delle spese effettive sostenute dalla BCE per l'assolvimento dei compiti di vigilanza bancaria, i proventi dei contributi si sono attestati a 436,7 milioni di euro nel 2017. Il risultato positivo netto di 27,9 milioni di euro derivante dalla differenza tra le spese stimate (464,7 milioni di euro) e le spese effettive (436,7 milioni di euro) per il 2017 è riportato alla voce "Ratei e risconti passivi" (cfr. la nota 12.2, *Ratei e risconti passivi*). Questo importo sarà compensato con i contributi per le attività di vigilanza richiesti nel 2018.

La BCE ha inoltre il potere di comminare sanzioni pecuniarie amministrative ai soggetti vigilati per inosservanza della normativa bancaria dell'UE sui requisiti prudenziali (comprese le decisioni di vigilanza della BCE)⁴⁸. I relativi proventi non sono considerati ai fini del calcolo dei contributi annuali per le attività di vigilanza, ma imputati al conto economico della BCE e conferiti alle BCN dei paesi dell'area dell'euro nel quadro del regime di distribuzione del reddito della BCE. Nel 2017 le sanzioni imposte dalla BCE ai soggetti vigilati ammontano a 15,3 milioni di euro.

Proventi della BCE derivanti dalle funzioni di vigilanza nel 2017⁴⁹:

	2017 €	2016 €	Variazione €
Contributi per le attività di vigilanza	436.746.219	382.151.355	54.594.864
<i>di cui:</i>			
Contributi a carico dei soggetti o gruppi significativi	397.493.784	338.418.328	59.075.456
Contributi a carico dei soggetti o gruppi meno significativi	39.252.435	43.733.027	(4.480.592)
Sanzioni amministrative irrogate	15.300.000	0	15.300.000
Proventi totali derivanti dalle funzioni di vigilanza bancaria	452.046.219	382.151.355	69.894.864

Le spese relative alla vigilanza bancaria derivano dalla vigilanza diretta sulle banche significative, dalla supervisione sulla vigilanza delle banche meno significative, nonché dallo svolgimento di compiti trasversali e servizi specialistici. Sono compresi anche i costi connessi alle funzioni di supporto necessarie allo svolgimento dei compiti di vigilanza della BCE (ad esempio per quanto riguarda gli stabili, la gestione delle risorse umane, i servizi amministrativi, la funzione bilancio di previsione e controllo, la contabilità, i servizi giuridici, la revisione interna e i servizi statistici e informatici).

Inoltre, la riscossione di un importo pari a 11,2 milioni di euro relativo a sanzioni amministrative imposte dalla BCE a un soggetto vigilato è stata ritenuta incerta, a

⁴⁷ In conformità all'articolo 7 del Regolamento (UE) n. 1163/2014 della BCE, del 22 ottobre 2014, sui contributi per le attività di vigilanza (BCE/2014/41) (GU L 311 del 31.10.2014, pag. 23), nei casi in cui (1) il soggetto o gruppo vigilato sia sottoposto a vigilanza solo per una parte del periodo di contribuzione o (2) la classificazione di un soggetto o gruppo vigilato cambi da significativo a meno significativo o viceversa, il rispettivo contributo viene modificato. Gli eventuali importi ricevuti o rimborsati sono presi in considerazione per il calcolo dei contributi annuali complessivi da richiedere negli anni successivi.

⁴⁸ Ulteriori informazioni sulle sanzioni amministrative irrogate dalla BCE sono reperibili nel [sito Internet della Vigilanza bancaria della BCE](#).

⁴⁹ I singoli importi sono arrotondati all'euro. Pertanto, l'eventuale discrepanza fra i totali riportati nelle tavole di questa nota è dovuta agli arrotondamenti.

seguito del ritiro a tale soggetto dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria e al suo attuale stato di liquidazione. In linea con il principio della prudenza, a fine esercizio è stato quindi rilevato un accantonamento a copertura integrale di tale credito (cfr. la nota 31, *Altre spese*). Il relativo ammontare non è considerato ai fini del calcolo dei contributi annuali per le attività di vigilanza, ma imputato al conto economico e dedotto dal risultato netto della BCE.

Disaggregazione delle spese effettive totali derivanti dalle funzioni di vigilanza della BCE nel 2017:

	2017 €	2016 €	Variazione €
Stipendi e benefici	215.017.183	180.655.666	34.361.517
Locazione e gestione degli immobili	52.959.161	58.103.644	(5.144.483)
Altre spese di esercizio	168.769.875	143.392.045	25.377.830
Spese connesse alle funzioni di vigilanza bancaria rilevanti per il calcolo dei contributi	436.746.219	382.151.355	54.594.864
Accantonamento per sanzioni amministrative di dubbia riscossione	11.200.000	0	11.200.000
Spese totali connesse alle funzioni di vigilanza bancaria	447.946.219	382.151.355	65.794.864

L'aumento del numero complessivo del personale della Vigilanza bancaria della BCE e dei costi di consulenza esterna, principalmente per l'analisi mirata dei modelli interni (Targeted Review of Internal Models, TRIM), ha contribuito all'incremento delle spese effettive di vigilanza bancaria nel 2017 rispetto all'esercizio precedente.

26 Proventi da azioni e partecipazioni

In questa voce sono esposti i dividendi ricevuti dalla BCE sulle azioni della BRI (cfr. la nota 6.2, *Altre attività finanziarie*).

27 Altri proventi

Nel 2017 questa voce include prevalentemente altri proventi generati dai contributi delle BCN dei paesi dell'area dell'euro ai costi sopportati dalla BCE in relazione a progetti comuni dell'Eurosistema.

28 Spese per il personale

Nel 2017 il più elevato numero medio dei dipendenti della BCE e le spese relative ai benefici per la cessazione del rapporto di lavoro connessi allo schema CTS introdotto dalla BCE durante l'esercizio (cfr. la nota 12.3, *Varie*) hanno determinato un incremento complessivo di questa voce.

Gli stipendi, le indennità, i costi assicurativi per il personale e altri costi, per un importo di 366,0 milioni di euro (349,5 milioni nel 2016) sono ricompresi in questa voce. È

incluso altresì un ammontare di 169,2 milioni di euro (117,0 milioni nel 2016) rilevato in relazione ai benefici successivi al rapporto di lavoro, agli altri benefici a lungo termine e ai benefici per la cessazione del rapporto di lavoro (cfr. la nota 12.3, *Varie*).

Gli stipendi e le indennità sono essenzialmente basati sullo schema retributivo dell'UE e sono quindi confrontabili con esso.

I membri del Comitato esecutivo e i membri del Consiglio di vigilanza dipendenti della BCE percepiscono uno stipendio base. Questi ultimi, se sono a tempo parziale, possono ricevere una retribuzione aggiuntiva a seconda del numero di presenze alle riunioni. Inoltre, i membri del Comitato esecutivo e i membri a tempo pieno del Consiglio di vigilanza dipendenti della BCE ricevono indennità aggiuntive di residenza e rappresentanza. Anziché beneficiare di un'indennità specifica, il Presidente usufruisce di una residenza ufficiale di proprietà della BCE. In conformità delle Condizioni di impiego del personale della Banca centrale europea, i membri dei due organi possono percepire assegni familiari, assegni per i figli a carico e indennità scolastiche a seconda delle circostanze individuali. Gli stipendi sono soggetti all'imposta su tali emolumenti prevista dall'UE, nonché a deduzioni a titolo di contributi per il piano pensionistico e l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni. Le indennità non sono imponibili né pensionabili.

Stipendi base dei membri del Comitato esecutivo e dei membri del Consiglio di vigilanza dipendenti della BCE (ossia esclusi i rappresentanti delle autorità di vigilanza nazionali) nel 2017⁵⁰:

	2017 €	2016 ⁵¹ €
Mario Draghi (Presidente)	396.900	389.760
Vitor Constâncio (Vicepresidente)	340.200	334.080
Peter Praet (Membro del Comitato esecutivo)	283.488	278.388
Benoît Cœuré (Membro del Comitato esecutivo)	283.488	278.388
Yves Mersch (Membro del Comitato esecutivo)	283.488	278.388
Sabine Lautenschläger (Membro del Comitato esecutivo)	283.488	278.388
Totale per il Comitato esecutivo	1.871.052	1.837.392
Totale per il Consiglio di vigilanza (membri dipendenti della BCE) ⁵²	793.817	632.060
<i>di cui:</i>		
<i>Danièle Nouy (Presidente del Consiglio di vigilanza)</i>	283.488	278.388
Totale	2.664.869	2.469.452

Nel 2017 i membri a tempo parziale del Consiglio di vigilanza hanno ricevuto anche una retribuzione aggiuntiva pari a 96.470 euro (343.341 euro nel 2016).

⁵⁰ Importi al lordo dell'imposta in favore dell'UE.

⁵¹ Gli stipendi del Presidente e del Vicepresidente pubblicati lo scorso anno erano comprensivi dell'incremento generale delle retribuzioni applicato su base annuale. Per gli altri membri del Comitato esecutivo e i membri del Consiglio di vigilanza, compresa la Presidente, l'incremento è stato applicato retroattivamente nel 2017.

⁵² Nel totale non è inclusa la retribuzione di Sabine Lautenschläger – Vicepresidente del Consiglio di vigilanza – che figura invece fra quelle degli altri membri del Comitato esecutivo.

In totale le indennità corrisposte ai membri dei due organi e i contributi versati dalla BCE a loro favore per l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni sono pari a 852.998 euro (807.475 nel 2016). L'incremento rispetto al 2016 è ascrivibile principalmente alla nomina di un nuovo membro del Consiglio di vigilanza nel febbraio 2017.

Le pensioni, incluse le indennità successive al rapporto di lavoro, e i contributi versati per l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni in favore degli ex membri o di persone a loro carico ammontano a 857.476 euro (834.668 nel 2016)⁵³.

A fine 2017 il numero dei dipendenti titolari di un contratto con la BCE risulta pari a 3.384 unità effettive equivalenti a tempo pieno⁵⁴, di cui 330 in posizioni dirigenziali. Nel corso dell'esercizio sono intervenute le seguenti variazioni del personale in servizio.

	2017	2016
Totale delle unità alla fine dell'esercizio precedente	3.171	2.871
Assunzioni	726	725
Cessazioni	(443)	(380)
Incremento/(diminuzione) netti dovuti a variazioni delle prestazioni di lavoro a tempo parziale	(70)	(45)
Totale delle unità al 31 dicembre	3.384	3.171
<i>di cui:</i>		
<i>Cessazioni al 31 dicembre</i>	<i>113</i>	<i>80</i>
Numero medio di unità	3.254	3.007

29 Spese di amministrazione

In questa voce, che ammonta a 463,2 milioni di euro (414,2 milioni nel 2016) rientrano tutte le altre spese correnti relative agli affitti per immobili, alla manutenzione dei fabbricati, all'informatica, ai beni e alle attrezzature di natura non capitalizzabile, agli onorari professionali e agli altri servizi e forniture, nonché le spese sostenute per l'assunzione, il trasferimento e la formazione del personale.

30 Servizi di produzione di banconote

Tali costi, sopportati a livello centrale dalla BCE, derivano in prevalenza dal trasporto transfrontaliero di banconote in euro fra le officine carte valori e le BCN, per la consegna di biglietti nuovi, e fra le BCN, per la gestione delle scorte.

⁵³ Per l'importo netto rilevato nel conto economico in relazione alle pensioni degli attuali membri del Comitato esecutivo e del Consiglio di vigilanza, si rimanda alla nota 12.3, *Varie*.

⁵⁴ Nel calcolo sono inclusi i dipendenti con contratto a tempo indeterminato e determinato (sia a breve che a lungo termine), i partecipanti al Graduate Programme della BCE, il personale in congedo maternità e quello assente per periodi di malattia prolungati. Sono invece esclusi i dipendenti in aspettativa non retribuita.

31 Altre spese

Nel 2017 questa voce comprende un accantonamento per le sanzioni amministrative comminate dalla BCE a un soggetto vigilato ritenute di riscossione incerta (cfr. la nota 25, *Proventi/spese netti per provvigioni e commissioni*).



Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Mergenthalerallee 3-5
65760 Eschborn/Frankfurt/M.
Postfach 53 23
65728 Eschborn/Frankfurt/M.

Claus-Peter Wagner
Managing Partner Financial Services
Telefon +49 6196 996 26512
Telefax +49 181 3943 26512
claus-peter.wagner@de.ey.com
www.de.ey.com

President and Governing Council
of the European Central Bank
Frankfurt am Main

14 February 2018

Independent auditor's report

Opinion

We have audited the financial statements of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2017, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

In our opinion, the accompanying financial statements of the European Central Bank give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as at 31 December 2017 and of the results of its operations for the year then ended, in accordance with the principles established by the Governing Council, which are laid down in Decision (EU) 2016/2247 of the ECB of 3 November 2016 on the annual accounts of the ECB (ECB/2016/35), as amended.

Basis for Opinion

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing (ISAs). Our responsibilities under those standards are further described in the Auditor's Responsibilities for the Audit of the Financial Statements section of our report. We are independent of the European Central Bank in accordance with the German ethical requirements that are relevant to our audit of the financial statements, which are consistent with the International Ethics Standards Board for Accountants' Code of Ethics for Professional Accountants (IESBA Code) and we have fulfilled our other ethical responsibilities in accordance with these requirements. We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion.

Responsibilities of the European Central Bank's Executive Board and Those Charged with Governance for the Financial Statements

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of the financial statements in accordance with the principles established by the Governing Council, which are laid down in Decision (EU) 2016/2247 of the ECB of 3 November 2016 on the annual accounts of the ECB (ECB/2016/35), as amended, and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of financial statements that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

In preparing the financial statements, the Executive Board is responsible for using the going concern basis of accounting in accordance with Article 4 of the applicable Decision (ECB/2016/35), as amended.

Those charged with governance are responsible for overseeing the European Central Bank's financial reporting process.

Auditor's Responsibilities for the Audit of the Financial Statements

Our objectives are to obtain reasonable assurance about whether the financial statements as a whole are free from material misstatement, whether due to fraud or error, and to issue an auditor's report that includes our opinion. Reasonable assurance is a high level of assurance, but is not a guarantee that an audit conducted in accordance with ISAs will always detect a material misstatement when it exists. Misstatements can arise from fraud or error and are considered material if, individually or in the aggregate, they could reasonably be expected to influence the economic decisions of users taken on the basis of these financial statements.

As part of an audit in accordance with ISAs, we exercise professional judgment and maintain professional skepticism throughout the audit. We also:

- Identify and assess the risks of material misstatement of the financial statements, whether due to fraud or error, design and perform audit procedures responsive to those risks, and obtain audit evidence that is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion. The risk of not detecting a material misstatement resulting from fraud is higher than for one resulting from error, as fraud may involve collusion, forgery, intentional omissions, misrepresentations, or the override of internal control.
- Obtain an understanding of internal control relevant to the audit in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control.
- Evaluate the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates and related disclosures made by management.
- Conclude on the appropriateness of management's use of the going concern basis of accounting and, based on the audit evidence obtained, whether a material uncertainty exists related to events or conditions that may cast significant doubt on the entity's ability to continue as a going concern. If we conclude that a material uncertainty exists, we are required to draw attention in our auditor's report to the related disclosures in the financial statements or, if such disclosures are inadequate, to modify our opinion. Our conclusions are based on the audit evidence obtained up to the date of our auditor's report.
- Evaluate the overall presentation, structure and content of the financial statements, including the disclosures, and whether the financial statements represent the underlying transactions and events in a manner that achieves fair presentation

We communicate with those charged with governance regarding, among other matters, the planned scope and timing of the audit and significant audit findings, including any significant deficiencies in internal control that we identify during our audit.

We also provide those charged with governance with a statement that we have complied with relevant ethical requirements regarding independence, and to communicate with them all relationships and other matters that may reasonably be thought to bear on our independence, and where applicable, related safeguards.

Yours sincerely,

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Claus-Peter Wagner
Wirtschaftsprüfer



Victor Veger
Certified Public Accountant

Traduzione di cortesia a cura della BCE. In caso di discrepanza, fa fede la relazione del revisore esterno della BCE nella versione inglese sottoscritta dalla società EY.

Al Presidente e al Consiglio direttivo
della Banca centrale europea
Francoforte sul Meno

14 febbraio 2018

Relazione del revisore indipendente

Parere

Abbiamo esaminato il bilancio della Banca centrale europea, comprendente lo stato patrimoniale al 31 dicembre 2017, il conto economico per l'esercizio terminato in tale data, nonché una sintesi dei principi contabili rilevanti e altre note illustrative.

A nostro avviso, l'accluso bilancio della Banca centrale europea rappresenta in modo veritiero e corretto la sua situazione patrimoniale e finanziaria al 31 dicembre 2017 e il risultato economico dell'esercizio terminato in tale data conformemente ai principi stabiliti dal Consiglio direttivo, che sono sanciti nella Decisione (UE) 2016/2247 della BCE, del 3 novembre 2016, sul bilancio della Banca centrale europea (BCE/2016/35), e successive modifiche.

Basi per la formulazione del parere

Abbiamo svolto la revisione contabile in conformità ai Principi internazionali di revisione (International Standards on Auditing, ISA). Le nostre responsabilità ai sensi di tali principi sono descritte in maggiore dettaglio nella sezione Responsabilità del revisore per la revisione del bilancio della presente relazione. Siamo indipendenti rispetto alla Banca centrale europea in conformità ai principi etici applicabili in Germania per la revisione del bilancio, che sono coerenti con il Code of Ethics for Professional Accountants (codice deontologico professionale elaborato dall'International Ethics Standards Board for Accountants), e abbiamo ottemperato alle altre responsabilità etiche in linea con tali principi. Riteniamo che gli elementi probativi ottenuti forniscano basi sufficienti e adeguate per la formulazione di un parere da parte nostra.

Responsabilità in materia di bilancio del Comitato esecutivo della Banca centrale europea e dei responsabili delle attività di governance

Il Comitato esecutivo è responsabile della predisposizione del bilancio e della sua corretta rappresentazione conformemente ai principi stabiliti dal Consiglio direttivo, che sono sanciti nella Decisione (UE) 2016/2247 della BCE, del 3 novembre 2016, sul bilancio della Banca centrale europea (BCE/2016/35), e successive modifiche, nonché del controllo interno ritenuto necessario dallo stesso Comitato esecutivo per consentire che la redazione del bilancio sia esente da dichiarazioni inesatte di rilievo, riconducibili a frode o a errore.

Nell'elaborazione del bilancio il Comitato esecutivo è responsabile dell'applicazione del principio contabile della continuità aziendale, ai sensi dell'articolo 4 della Decisione BCE/2016/35, e successive modifiche.

Ai responsabili delle attività di governance compete la supervisione del processo di rendicontazione contabile della Banca centrale europea.

Responsabilità del revisore per la revisione del bilancio

Ci prefiggiamo di acquisire ragionevole certezza che il bilancio nel suo complesso sia esente da dichiarazioni inesatte di rilievo, riconducibili a frode o a errore, e di elaborare una relazione di revisione che esponga il nostro parere. Un grado di ragionevole certezza implica un livello di certezza elevato, tuttavia non garantisce che una revisione condotta in conformità agli ISA consenta sempre di individuare dichiarazioni inesatte di rilievo, se presenti. Una dichiarazione inesatta è ascrivibile a frode o errore ed è considerata di rilievo se sulla base di attese ragionevoli potrebbe, singolarmente o insieme ad altre, influenzare le decisioni economiche assunte dagli utilizzatori sulla scorta del bilancio.

Nell'ambito della revisione in conformità agli ISA, esercitiamo il nostro giudizio professionale e manteniamo un atteggiamento di scetticismo professionale in tutte le fasi della revisione. Inoltre:

- individuiamo e valutiamo i rischi connessi a dichiarazioni inesatte di rilievo nel bilancio, riconducibili a frode o a errore, definiamo e attuiamo procedure di revisione rispondenti a tali rischi e acquisiamo elementi probativi che forniscano basi sufficienti e adeguate per la formulazione di un parere da parte nostra. Il rischio di non individuare una dichiarazione inesatta di rilievo è maggiore se tale dichiarazione è attribuibile a frode anziché a errore, poiché la frode può comportare collusione, falso, omissione intenzionale, rappresentazione inesatta oppure elusione del controllo interno;
- acquisiamo una comprensione del controllo interno rilevante a fini di revisione per definire procedure appropriate alle circostanze e non per esprimere un parere sull'efficacia del controllo interno stesso;
- valutiamo l'idoneità dei principi contabili applicati e la ragionevolezza delle stime nonché le relative informazioni fornite dalla dirigenza;
- formuliamo conclusioni in merito all'idoneità dell'applicazione da parte della dirigenza del principio contabile della continuità aziendale e, sulla base degli elementi probativi ottenuti, in merito alla sussistenza di incertezze di rilievo connesse a fatti o circostanze che possano sollevare seri dubbi sulla capacità del soggetto di operare nella prospettiva di continuazione dell'attività. Qualora concludessimo che sussista un'incertezza di rilievo, saremmo tenuti, nella nostra relazione, a richiamare l'attenzione sulle relative informazioni del bilancio o, se tali informazioni non sono adeguate, a modificare il nostro parere. Le nostre conclusioni si basano sugli elementi probativi ottenuti fino alla data della relazione di revisione;
- valutiamo la presentazione generale, la struttura e il contenuto del bilancio, ivi comprese le informazioni date, e se il bilancio fornisca una rappresentazione corretta delle operazioni e dei fatti ai quali si riferisce.

Comunichiamo con i responsabili delle attività di governance per quanto riguarda, fra l'altro, la pianificazione della portata e della tempistica della revisione e i risultati significativi emersi, ivi comprese le eventuali carenze significative nel controllo interno individuate in sede di revisione.

Forniamo inoltre ai responsabili delle attività di governance una dichiarazione dalla quale risulti che abbiamo rispettato i principi etici pertinenti in materia di indipendenza e comunichiamo loro tutti i rapporti e gli altri aspetti ragionevolmente suscettibili di influire sulla nostra indipendenza e, nel caso, le relative salvaguardie.

Distinti saluti

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Claus-Peter Wagner
Wirtschaftsprüfer

Victor Veger
Certified Public Accountant

Nota sulla distribuzione degli utili/ ripartizione delle perdite

La presente nota non costituisce parte integrante del bilancio della BCE per l'esercizio 2017.

Ai sensi dell'articolo 33 dello Statuto del SEBC, l'utile netto della BCE deve essere trasferito nell'ordine seguente:

- (a) un importo determinato dal Consiglio direttivo, che non può superare il 20 per cento dell'utile netto, è trasferito al fondo di riserva generale entro un limite pari al 100 per cento del capitale;
- (b) il rimanente utile netto è distribuito fra i detentori di quote della BCE in misura proporzionale alle rispettive quote versate⁵⁵.

Qualora la BCE subisca una perdita, questa può essere ripianata mediante il fondo di riserva generale della BCE e se necessario, previa decisione del Consiglio direttivo, attingendo al reddito monetario dell'esercizio finanziario pertinente in proporzione e limitatamente agli importi ripartiti tra le BCN in conformità all'articolo 32.5 dello Statuto del SEBC⁵⁶.

La BCE ha chiuso l'esercizio 2017 con un utile netto di 1.274,7 milioni di euro. Per decisione del Consiglio direttivo, al 31 gennaio 2018 è stato conferito alle BCN dei paesi dell'area dell'euro un importo di 987,7 milioni di euro a titolo di acconto sul dividendo. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di distribuire l'utile residuo, pari a 287,0 milioni di euro, alle BCN dei paesi dell'area dell'euro.

	2017 €	2016 €
Utile dell'esercizio	1.274.761.507	1.193.108.250
Utile distribuito a titolo di acconto	(987.730.460)	(966.234.559)
Utile al netto dell'acconto	287.031.047	226.873.691
Utile residuo da distribuire	(287.031.047)	(226.873.691)
Totale	0	0

⁵⁵ Le BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro non hanno titolo a partecipare alla ripartizione degli utili, né sono tenute a coprire eventuali perdite della BCE.

⁵⁶ Ai sensi dell'articolo 32.5 dello Statuto del SEBC, la somma dei redditi monetari delle BCN viene ripartita tra le stesse in proporzione alle quote versate del capitale della BCE.

Siglarlo

ABSPP	asset-backed securities purchase programme (Programma di acquisto di titoli garantiti da attività)
BCE	Banca centrale europea
BCN	banca centrale nazionale
BRI	Banca dei regolamenti internazionali
CBPP	covered bond purchase programme (Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite)
CNY	renminbi cinese
CSPP	corporate sector purchase programme (Programma di acquisto per il settore societario)
CTS	career transition support (supporto al riorientamento professionale)
DSP	diritto speciale di prelievo
EBA	Euro Banking Association (Associazione bancaria per l'euro)
ES	expected shortfall
FMI	Fondo monetario internazionale
GSA	general salary adjustment (incremento generale delle retribuzioni)
IT	information technology (tecnologia informatica)
MES	Meccanismo europeo di stabilità
MVU	Meccanismo di vigilanza unico
ORC	Operational Risk Committee (Comitato per i rischi operativi)
ORM	operational risk management (gestione dei rischi operativi)
PAA	Programma di acquisto di attività
PSPP	public sector purchase programme (Programma di acquisto per il settore pubblico)
RMC	Risk Management Committee (Comitato per la gestione dei rischi)
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SMP	Securities Markets Programme (Programma per il mercato dei titoli finanziari)
Target2	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale)
TRIM	Targeted Review of Internal Models (analisi mirata dei modelli interni)
UE	Unione europea
VaR	value at risk (valore a rischio)

Stato patrimoniale consolidato dell'Eurosistema al 31 dicembre 2017¹

(milioni di euro)²

ATTIVO	31 dicembre 2017	31 dicembre 2016
1 Oro e crediti in oro	376.300	382.061
2 Crediti denominati in valuta estera nei confronti di non residenti nell'area dell'euro	296.217	327.859
2.1 Crediti nei confronti dell'FMI	70.214	78.752
2.2 Saldi presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	226.002	249.107
3 Crediti denominati in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	38.058	30.719
4 Crediti denominati in euro nei confronti di non residenti nell'area dell'euro	19.364	19.082
4.1 Saldi presso banche, investimenti in titoli e prestiti	19.364	19.082
4.2 Crediti derivanti dalla linea di credito nel quadro degli AEC II	0	0
5 Rifinanziamenti denominati in euro a favore di enti creditizi dell'area dell'euro connessi con le operazioni di politica monetaria	764.310	595.873
5.1 Operazioni di rifinanziamento principali	3.372	39.131
5.2 Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	760.639	556.570
5.3 Operazioni temporanee di fine tuning	0	0
5.4 Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0
5.5 Operazioni di rifinanziamento marginale	299	172
5.6 Crediti connessi a richieste di margini	0	0
6 Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro	37.563	69.134
7 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	2.660.726	1.974.866
7.1 Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	2.386.012	1.653.995
7.2 Altri titoli	274.714	320.870
8 Crediti denominati in euro verso le amministrazioni pubbliche	25.015	26.460
9 Altre attività	254.010	235.384
Totale attivo	4.471.563	3.661.439

¹ Redatto sulla base di dati provvisori non sottoposti a revisione. I bilanci di tutte le BCN saranno ultimati per la fine di maggio 2018 e pertanto la versione definitiva dello stato patrimoniale consolidato dell'Eurosistema per l'esercizio sarà pubblicata successivamente.

² Il totale generale e i totali parziali potrebbero non quadrare per effetto degli arrotondamenti.

PASSIVO	31 dicembre 2017	31 dicembre 2016
1 Banconote in circolazione	1.170.716	1.126.215
2 Passività denominate in euro relative a operazioni di politica monetaria nei confronti di enti creditizi dell'area dell'euro	1.881.596	1.313.264
2.1 Conti correnti (inclusi i depositi di riserva obbligatoria)	1.185.792	888.988
2.2 Depositi presso la banca centrale	695.801	424.208
2.3 Depositi a tempo determinato	0	0
2.4 Operazioni temporanee di fine tuning	0	0
2.5 Depositi connessi a richieste di margini	2	69
3 Altre passività denominate in euro nei confronti di enti creditizi dell'area dell'euro	20.984	9.427
4 Certificati di debito emessi	0	0
5 Passività denominate in euro nei confronti di altri residenti nell'area dell'euro	286.889	220.760
5.1 Amministrazioni pubbliche	168.457	114.887
5.2 Altre passività	118.432	105.873
6 Passività denominate in euro nei confronti di non residenti nell'area dell'euro	355.381	205.678
7 Passività denominate in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	3.830	3.644
8 Passività denominate in valuta estera nei confronti di non residenti nell'area dell'euro	11.254	9.301
8.1 Depositi, saldi e altre passività	11.254	9.301
8.2 Passività derivanti dalla linea di credito nel quadro degli AEC II	0	0
9 Contropartita dei diritti speciali di prelievo assegnati dall'FMI	55.218	59.263
10 Altre passività	225.543	218.929
11 Conti di rivalutazione	357.852	394.357
12 Capitale e riserve	102.298	100.601
Totale passivo	4.471.563	3.661.439

Statistical section

1. Financial and monetary developments	S2
2. Economic activity	S14
3. Prices and costs	S28
4. Exchange rates and balance of payments	S35
5. Fiscal developments	S40

Further information

ECB statistics:	http://sdw.ecb.europa.eu/
Methodological definitions can be found in the General Notes to the Statistics Bulletin:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023
Details on calculations can be found in the Technical Notes to the Statistics Bulletin:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Specific methodological note

Multi-annual averages of growth rates are calculated using the geometric mean. For all the other indicators included in this section, the multi-annual averages are computed using the arithmetic mean.

Cut-off date for the Statistical section

The cut-off date for the statistics included in the Statistical section was 15 March 2018.

Conventions used in the table

- data do not exist/data are not applicable	(p) provisional
. data are not yet available	s.a. seasonally adjusted
... nil or negligible	n.s.a. non-seasonally adjusted

1 Financial and monetary developments

1.1 Key ECB interest rates

(levels in percentages per annum; changes in percentage points)

With effect from: ¹⁾	Deposit facility		Main refinancing operations			Marginal lending facility	
			Fixed rate tenders	Variable rate tenders			
	Level	Change	Fixed rate	Minimum bid rate	Change	Level	Change
			Level	Level			
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Jan.	2.00	-	3.00	-	-	4.50	-
4 Jan. ²⁾	2.75	0.75	3.00	-	...	3.25	-1.25
22 Jan.	2.00	-0.75	3.00	-	...	4.50	1.25
9 Apr.	1.50	-0.50	2.50	-	-0.50	3.50	-1.00
5 Nov.	2.00	0.50	3.00	-	0.50	4.00	0.50
2000 4 Feb.	2.25	0.25	3.25	-	0.25	4.25	0.25
17 Mar.	2.50	0.25	3.50	-	0.25	4.50	0.25
28 Apr.	2.75	0.25	3.75	-	0.25	4.75	0.25
9 June	3.25	0.50	4.25	-	0.50	5.25	0.50
28 June ³⁾	3.25	...	-	4.25	...	5.25	...
1 Sep.	3.50	0.25	-	4.50	0.25	5.50	0.25
6 Oct.	3.75	0.25	-	4.75	0.25	5.75	0.25
2001 11 May	3.50	-0.25	-	4.50	-0.25	5.50	-0.25
31 Aug.	3.25	-0.25	-	4.25	-0.25	5.25	-0.25
18 Sep.	2.75	-0.50	-	3.75	-0.50	4.75	-0.50
9 Nov.	2.25	-0.50	-	3.25	-0.50	4.25	-0.50
2002 6 Dec.	1.75	-0.50	-	2.75	-0.50	3.75	-0.50
2003 7 Mar.	1.50	-0.25	-	2.50	-0.25	3.50	-0.25
6 June	1.00	-0.50	-	2.00	-0.50	3.00	-0.50
2005 6 Dec.	1.25	0.25	-	2.25	0.25	3.25	0.25
2006 8 Mar.	1.50	0.25	-	2.50	0.25	3.50	0.25
15 June	1.75	0.25	-	2.75	0.25	3.75	0.25
9 Aug.	2.00	0.25	-	3.00	0.25	4.00	0.25
11 Oct.	2.25	0.25	-	3.25	0.25	4.25	0.25
13 Dec.	2.50	0.25	-	3.50	0.25	4.50	0.25
2007 14 Mar.	2.75	0.25	-	3.75	0.25	4.75	0.25
13 June	3.00	0.25	-	4.00	0.25	5.00	0.25
2008 9 July	3.25	0.25	-	4.25	0.25	5.25	0.25
8 Oct.	2.75	-0.50	-	-	-	4.75	-0.50
9 Oct. ⁴⁾	3.25	0.50	-	-	-	4.25	-0.50
15 Oct. ⁵⁾	3.25	...	3.75	-	-0.50	4.25	...
12 Nov.	2.75	-0.50	3.25	-	-0.50	3.75	-0.50
10 Dec.	2.00	-0.75	2.50	-	-0.75	3.00	-0.75
2009 21 Jan.	1.00	-1.00	2.00	-	-0.50	3.00	...
11 Mar.	0.50	-0.50	1.50	-	-0.50	2.50	-0.50
8 Apr.	0.25	-0.25	1.25	-	-0.25	2.25	-0.25
13 May	0.25	...	1.00	-	-0.25	1.75	-0.50
2011 13 Apr.	0.50	0.25	1.25	-	0.25	2.00	0.25
13 July	0.75	0.25	1.50	-	0.25	2.25	0.25
9 Nov.	0.50	-0.25	1.25	-	-0.25	2.00	-0.25
14 Dec.	0.25	-0.25	1.00	-	-0.25	1.75	-0.25
2012 11 July	0.00	-0.25	0.75	-	-0.25	1.50	-0.25
2013 8 May	0.00	...	0.50	-	-0.25	1.00	-0.50
13 Nov.	0.00	...	0.25	-	-0.25	0.75	-0.25
2014 11 June	-0.10	-0.10	0.15	-	-0.10	0.40	-0.35
10 Sep.	-0.20	-0.10	0.05	-	-0.10	0.30	-0.10
2015 9 Dec.	-0.30	-0.10	0.05	-	...	0.30	...
2016 16 Mar.	-0.40	-0.10	0.00	-	-0.05	0.25	-0.05

Source: ECB.

- 1) From 1 January 1999 to 9 March 2004, the date refers to the deposit and marginal lending facilities. For main refinancing operations, changes in the rate are effective from the first operation following the date indicated. The change on 18 September 2001 was effective on that same day. From 10 March 2004 the date refers both to the deposit and marginal lending facilities, and to the main refinancing operations (with changes effective from the first main refinancing operation following the Governing Council decision), unless otherwise indicated.
- 2) On 22 December 1998 the ECB announced that, as an exceptional measure between 4 and 21 January 1999, a narrow corridor of 50 basis points would be applied between the interest rates for the marginal lending facility and the deposit facility, aimed at facilitating the transition to the new monetary regime by market participants.
- 3) On 8 June 2000 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tenders. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids.
- 4) As of 9 October 2008 the ECB reduced the standing facilities corridor from 200 basis points to 100 basis points around the interest rate on the main refinancing operations. The standing facilities corridor was restored to 200 basis points as of 21 January 2009.
- 5) On 8 October 2008 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 15 October, the weekly main refinancing operations would be carried out through a fixed rate tender procedure with full allotment at the interest rate on the main refinancing operations. This change overrode the previous decision (made on the same day) to cut by 50 basis points the minimum bid rate on the main refinancing operations conducted as variable rate tenders.

1 Financial and monetary developments

1.2 Eurosystem monetary policy operations allotted through tender procedures ¹⁾

(EUR millions; interest rates in percentages per annum)

1.2.1 Main and longer-term refinancing operations ^{2), 3)}

Date of settlement	Bids (amount)	Number of participants	Allotment (amount)	Fixed rate tender procedures	Variable rate tender procedures			Running for (...) days
				Fixed rate	Minimum bid rate	Marginal rate ⁴⁾	Weighted average rate	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Main refinancing operations								
2017 18 Oct.	3,821	40	3,821	0.00	-	-	-	7
25 Oct.	5,311	38	5,311	0.00	-	-	-	7
1 Nov.	2,995	34	2,995	0.00	-	-	-	7
8 Nov.	2,703	38	2,703	0.00	-	-	-	7
15 Nov.	2,844	38	2,844	0.00	-	-	-	7
22 Nov.	2,976	42	2,976	0.00	-	-	-	7
29 Nov.	4,994	44	4,994	0.00	-	-	-	7
6 Dec.	2,256	30	2,256	0.00	-	-	-	7
13 Dec.	1,919	29	1,919	0.00	-	-	-	7
20 Dec.	3,372	42	3,372	0.00	-	-	-	14
Longer-term refinancing operations ^{5), 6)}								
2017 30 Mar.	1,314	28	1,314	0.00	-	-	-	91
27 Apr.	1,470	26	1,470	0.00	-	-	-	91
1 June	3,050	26	3,050	0.00	-	-	-	91
29 June	2,667	27	2,667	0.00	-	-	-	91
27 July	2,860	23	2,860	0.00	-	-	-	91
31 Aug.	2,899	24	2,899	0.00	-	-	-	91
28 Sep.	2,531	22	2,531	0.00	-	-	-	84
26 Oct.	2,498	18	2,498	0.00	-	-	-	98
30 Nov.	2,883	21	2,883	0.00	-	-	-	91
21 Dec. ⁷⁾	2,367	21	2,367	.	-	-	-	98

Source: ECB.

1) Only the 10 last operations until the end of 2017 are displayed in each category.

2) With effect from April 2002, split tender operations (i.e. operations with a one-week maturity conducted as standard tender procedures in parallel with a main refinancing operation) are classified as main refinancing operations.

3) On 8 June 2000 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tender procedures. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids. On 8 October 2008 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 15 October 2008, the weekly main refinancing operations would be carried out through a fixed rate tender procedure with full allotment at the interest rate on the main refinancing operations. On 4 March 2010 the ECB decided to return to variable rate tender procedures in the regular three-month longer-term refinancing operations, starting with the operation to be allotted on 28 April 2010 and settled on 29 April 2010.

4) In liquidity-providing (absorbing) operations, the marginal rate refers to the lowest (highest) rate at which bids were accepted.

5) For the operations settled on 22 December 2011 and 1 March 2012, after one year counterparties have the option to repay any part of the liquidity that they have been allotted in these operations, on any day that coincides with the settlement day of a main refinancing operation.

6) Targeted longer-term refinancing operation. Further information can be found in the "Monetary Policy" section of the ECB's website (<https://www.ecb.europa.eu>) under "Instruments" then "Open market operations".

7) In this longer-term refinancing operation, the rate at which all bids are satisfied is indexed to the average minimum bid rate in the main refinancing operations over the life of the operation. The interest rates displayed for these indexed longer-term refinancing operations have been rounded to two decimal places. For the precise calculation method, please refer to the Technical Notes.

1.2.2 Other tender operations

Date of settlement	Type of operation	Bids (amount)	Number of participants	Allotment (amount)	Fixed rate tender procedures	Variable rate tender procedures			Running for (...) days		
					Fixed rate	Minimum bid rate	Maximum bid rate	Marginal rate ²⁾		Weighted average rate	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2014 9 Apr.	Collection of fixed-term deposits	192,515	156	172,500	-	-	0.25	0.24	0.22	7	
16 Apr.	Collection of fixed-term deposits	153,364	139	153,364	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
23 Apr.	Collection of fixed-term deposits	166,780	139	166,780	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
30 Apr.	Collection of fixed-term deposits	103,946	121	103,946	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
7 May	Collection of fixed-term deposits	165,533	158	165,533	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
14 May	Collection of fixed-term deposits	144,281	141	144,281	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
21 May	Collection of fixed-term deposits	137,465	148	137,465	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
28 May	Collection of fixed-term deposits	102,878	119	102,878	-	-	0.25	0.25	0.25	7	
4 June	Collection of fixed-term deposits	119,200	140	119,200	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
11 June	Collection of fixed-term deposits	108,650	122	108,650	-	-	0.15	0.15	0.13	7	

Source: ECB.

1) Only the 10 last operations until the end of 2017 are displayed in each category.

2) In liquidity-providing (absorbing) operations, the marginal rate refers to the lowest (highest) rate at which bids were accepted.

1 Financial and monetary developments

1.3 Long-term government bond yields ¹⁾

(percentages per annum; period averages)

	1999-2017 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.4	4.5	2.3	1.7	0.8	0.5	0.7
Germany	3.0	4.3	1.5	1.2	0.5	0.1	0.3
Estonia ³⁾
Ireland	4.2	4.4	4.0	2.4	1.2	0.7	0.8
Greece	7.5	4.8	10.4	6.9	9.7	8.4	6.0
Spain	4.0	4.4	3.5	2.7	1.7	1.4	1.6
France	3.3	4.4	2.1	1.7	0.8	0.5	0.8
Italy	4.1	4.6	3.5	2.9	1.7	1.5	2.1
Cyprus	5.2	5.3	5.0	6.0	4.5	3.8	2.6
Latvia	4.9	5.3	4.6	2.5	1.0	0.5	0.8
Lithuania	4.7	5.2	4.3	2.8	1.4	0.9	0.3
Luxembourg	3.0	4.1	1.8	1.3	0.4	0.3	0.5
Malta	3.9	5.0	3.0	2.6	1.5	0.9	1.3
Netherlands	3.2	4.4	1.8	1.5	0.7	0.3	0.5
Austria	3.3	4.4	2.0	1.5	0.7	0.4	0.6
Portugal	5.0	4.5	5.5	3.8	2.4	3.2	3.1
Slovenia	4.2	5.1	3.5	3.3	1.7	1.1	1.0
Slovakia	4.0	5.3	2.8	2.1	0.9	0.5	0.9
Finland	3.2	4.4	1.8	1.4	0.7	0.4	0.5
Euro area	3.6	4.4	2.7	2.0	1.2	0.9	1.1
Bulgaria	4.4	5.0	4.0	3.3	2.5	2.3	1.6
Czech Republic	3.4	4.6	2.3	1.6	0.6	0.4	1.0
Denmark	3.2	4.5	1.7	1.3	0.7	0.3	0.5
Croatia	5.1	5.1	5.0	4.1	3.6	3.5	2.8
Hungary	6.5	7.3	5.8	4.8	3.4	3.1	3.0
Poland	5.4	6.6	4.4	3.5	2.7	3.0	3.4
Romania	6.2	7.3	5.7	4.5	3.5	3.3	4.0
Sweden	3.2	4.5	1.8	1.7	0.7	0.5	0.7
United Kingdom	3.6	4.8	2.2	2.1	1.8	1.2	1.2
European Union	3.7	4.6	2.8	2.2	1.4	1.1	1.3
United States	3.6	4.7	2.5	2.5	2.1	1.8	2.3
Japan	1.1	1.5	0.7	0.6	0.4	0.0	0.1

Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

1) Further methodological information can be found on the ECB's website

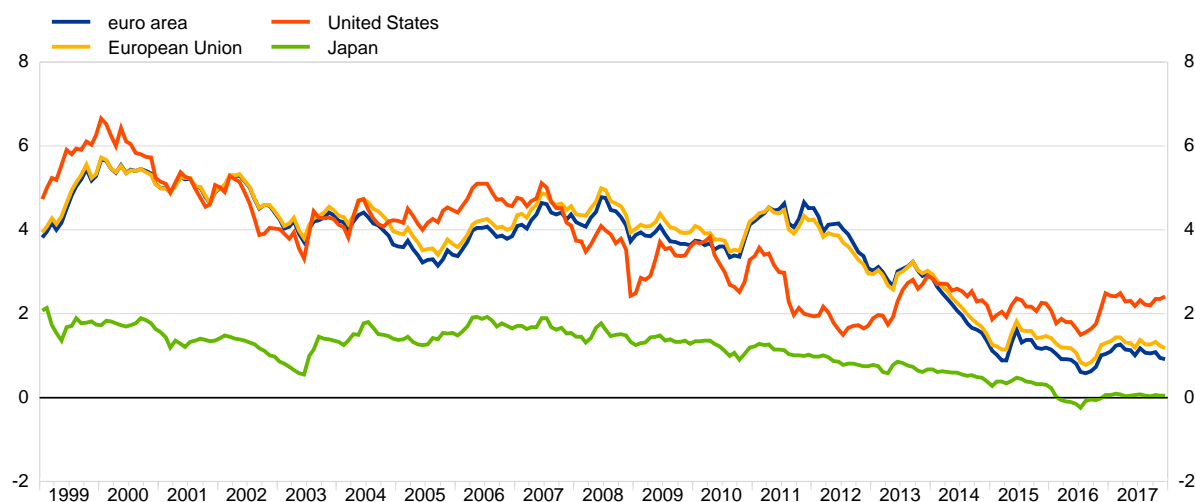
(https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/long_term_interest_rates/html/index.en.html).

2) Data for Cyprus, Latvia, Lithuania, Malta, Slovenia, Slovakia, Czech Republic, Hungary and Poland available since January 2001. Data for Bulgaria available since January 2003; for Romania since April 2005; and for Croatia since December 2005.

3) There are no Estonian sovereign debt securities that comply with the definition of long-term interest rates for convergence purposes. No suitable proxy indicator has been identified.

Chart 1.3 Long-term government bond yields ^{1), 2)}

(percentages per annum; monthly averages)



Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

1) Further methodological information can be found on the ECB's website

(https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/long_term_interest_rates/html/index.en.html).

2) Data for Cyprus, Latvia, Lithuania, Malta, Slovenia, Slovakia, Czech Republic, Hungary and Poland available since January 2001. Data for Bulgaria available since January 2003; for Romania since April 2005; and for Croatia since December 2005.

1 Financial and monetary developments

1.4 Selected stock market indices

(percentage changes)

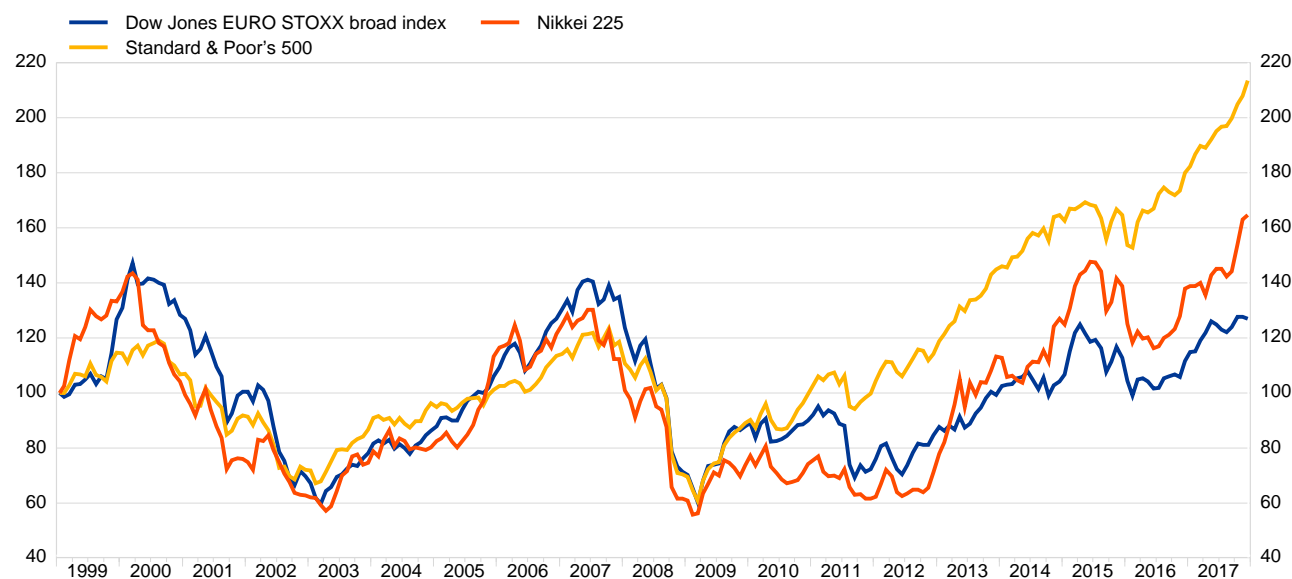
	1999-2017 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium - BEL 20 Index	19.1	-42.9	58.4	12.4	12.6	-2.5	10.3
Germany - DAX 30 Index	85.6	-30.9	116.8	2.7	9.6	6.9	12.5
Estonia - OMXT Index	889.7	119.0	207.0	-7.7	19.1	19.6	15.5
Ireland - ISEQ Index	40.3	-53.3	136.6	15.1	30.0	-4.0	8.0
Greece - ASE Index	-85.9	-68.7	-63.5	-28.9	-23.6	1.9	24.7
Spain - IBEX 35 Index	-13.7	-21.0	-15.9	3.7	-7.2	-2.0	7.4
France - CAC 40 Index	-10.8	-46.0	35.0	-0.5	8.5	4.9	9.3
Italy - FTSEMIB Index	-48.7	-54.3	-6.0	0.2	12.7	-10.2	13.6
Cyprus - CSE Index	-93.1	9.4	-95.6	-17.0	-20.9	-2.0	4.7
Latvia - OMXR Index	539.4	74.1	257.1	-11.3	45.7	23.5	35.8
Lithuania - OMXV Index	553.3	79.3	149.6	7.3	7.4	14.9	17.0
Luxembourg - LuxX Index	17.3	-29.8	19.5	4.9	-8.5	20.0	-1.8
Malta - MSE Index	30.9	-6.8	30.3	-9.6	33.0	4.5	-2.6
Netherlands - AEX Index	-18.9	-63.4	62.4	5.6	4.1	9.4	12.7
Austria - ATX Index	185.5	46.2	37.0	-15.2	11.0	9.2	30.6
Portugal - PSI 20 Index	-54.9	-47.0	-36.3	-26.8	10.7	-11.9	15.2
Slovenia - SBITOP Index	-45.3	-42.0	-17.9	19.6	-11.2	3.1	12.4
Slovakia - SAX Index	322.5	366.0	22.0	12.4	31.5	9.0	2.2
Finland - OMXH Index	-35.0	-62.9	46.7	5.7	10.8	3.6	6.4
Euro area - DJ EURO STOXX Broad Index	-7.4	-46.5	40.3	1.7	8.0	1.5	10.1
Bulgaria - SOFIX Index	534.7	236.0	58.6	6.2	-11.7	27.2	15.5
Czech Republic - PX 50 Index	120.2	75.3	-3.5	-4.3	1.0	-3.6	17.0
Denmark - OMXC 20 Index	300.6	-3.1	204.2	20.9	36.2	-12.8	15.9
Croatia - CROBEX Index	57.2	46.9	-8.0	-2.7	-3.2	18.1	-7.6
Hungary - BUX Index	346.5	38.8	85.5	-10.4	43.8	33.8	23.0
Poland - WIG Index	252.5	50.6	59.4	0.3	-9.6	11.4	23.2
Romania - BET Index	1,628.7	546.8	65.3	9.1	-1.1	1.2	9.4
Sweden - OMXS 30 Index	31.5	-44.8	65.7	9.9	-1.2	4.9	3.9
United Kingdom - FTSE 100 Index	10.9	-36.0	42.0	-2.7	-4.9	14.4	7.6
United States - S&P 500 Index	82.0	-38.5	139.8	11.4	-0.7	9.5	19.4
Japan - Nikkei 225 Index	20.2	-53.2	115.9	7.1	9.1	0.4	19.1

Source: ECB calculations based on Thomson Reuters Datastream and Bloomberg daily data.

1) Data for Latvia and Bulgaria available since 2000; for Croatia since 2002; for Cyprus since 2004; and for Slovenia since 2007.

Chart 1.4 Dow Jones EURO STOXX broad index, Standard & Poor's 500 and Nikkei 225

(index: January 1999 = 100; monthly averages)



Source: ECB calculations based on Thomson Reuters Datastream and Bloomberg daily data.

1 Financial and monetary developments

1.5 Money markets: 3-month interbank offered rates ¹⁾

(percentages per annum; period averages)

	1999-2017 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Euro area - EURIBOR	1.97	3.35	0.43	0.21	-0.02	-0.26	-0.33
Bulgaria - SOFIBOR	2.97	4.57	2.06	0.78	0.54	0.15	0.09
Czech Republic - PRIBOR	2.35	3.70	0.84	0.36	0.31	0.29	0.41
Denmark - CIBOR	2.22	3.64	0.64	0.31	-0.12	-0.15	-0.26
Croatia - ZIBOR	5.19	7.54	2.57	0.97	1.23	0.85	0.60
Hungary - BUBOR	7.04	9.70	4.09	2.41	1.61	0.99	0.15
Poland - WIBOR	6.30	9.11	3.17	2.52	1.75	1.70	1.73
Romania - ROBOR	14.69	24.65	4.42	2.54	1.33	0.78	1.15
Sweden - STIBOR	2.18	3.44	0.77	0.66	-0.19	-0.49	-0.50
United Kingdom - LIBOR	1.95	3.35	0.39	0.18	-0.02	-0.28	-0.37
United States - LIBOR	2.21	3.73	0.51	0.23	0.32	0.74	1.26
Japan - LIBOR	0.23	0.29	0.16	0.13	0.09	-0.02	-0.02

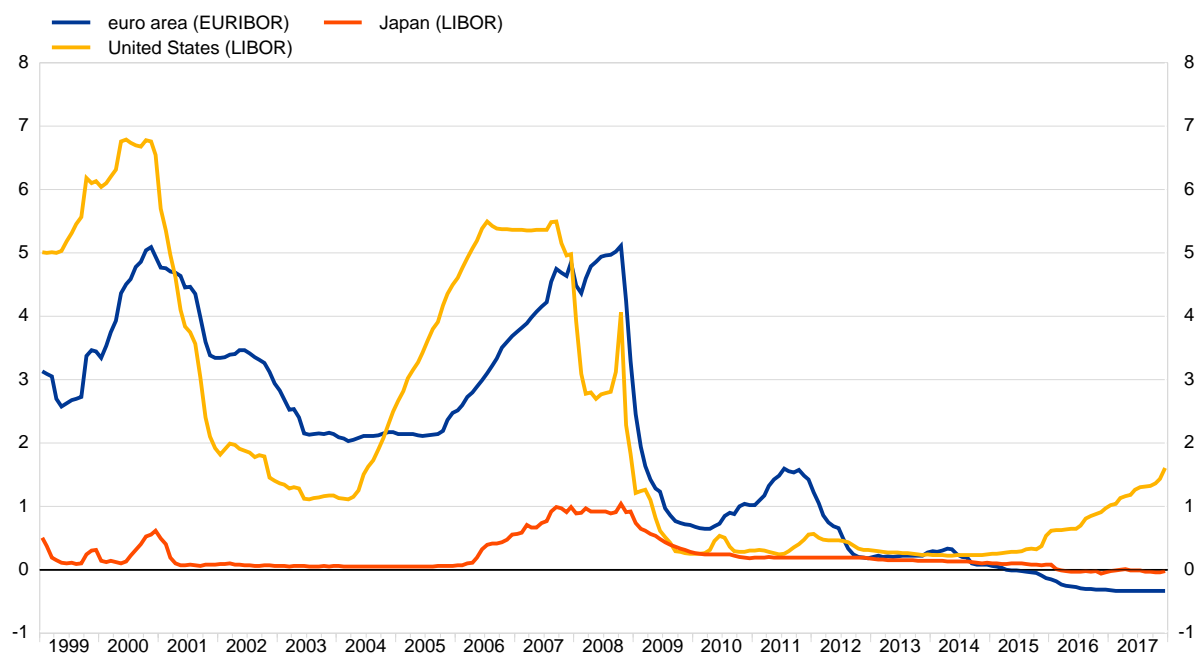
Source: ECB calculations based on Thomson Reuters and Thomson Reuters Datastream daily data.

1) Interbank offered rates for the currency of each reference area.

2) Data for Bulgaria available since 2003.

Chart 1.5 Money markets: 3-month interbank offered rates

(percentages per annum; monthly averages)



Source: ECB calculation based on Thomson Reuters daily data.

1 Financial and monetary developments

1.6 Composite cost of borrowing

(percentages per annum; new business; period averages)

1.6.1 Non-financial corporations ¹⁾

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.13	4.24	2.30	2.26	1.98	1.76	1.69
Germany	3.62	4.75	2.78	2.48	2.09	1.88	1.74
Estonia	-	-	3.61	2.97	2.51	2.49	2.57
Ireland	4.16	5.10	3.46	3.69	3.06	2.81	2.71
Greece	5.71	5.78	5.66	5.83	5.13	4.92	4.51
Spain	3.58	4.21	3.10	3.36	2.61	2.12	1.89
France	3.10	4.11	2.33	2.11	1.74	1.60	1.52
Italy	4.00	4.90	3.34	3.56	2.67	2.15	1.87
Cyprus	-	-	5.92	5.82	4.78	4.18	3.89
Latvia	-	-	-	3.51	3.33	2.87	2.85
Lithuania	-	-	-	-	2.50	2.32	2.30
Luxembourg	2.88	4.03	2.02	1.65	1.56	1.34	1.35
Malta	-	-	4.39	4.26	3.94	3.51	3.66
Netherlands	3.21	4.30	2.40	2.31	1.86	1.52	1.41
Austria	3.08	4.26	2.20	1.97	1.82	1.71	1.64
Portugal	5.11	5.34	4.93	5.00	3.96	3.28	2.81
Slovenia	4.41	4.36	4.45	4.39	3.12	2.43	2.36
Slovakia	-	-	2.87	2.66	2.41	2.24	2.15
Finland	2.96	4.05	2.14	2.13	1.85	1.71	1.71
Euro area ²⁾	3.56	4.51	2.85	2.78	2.25	1.92	1.76

Source: ECB MFI interest rate statistics.

1) The composite cost of borrowing indicator for non-financial corporations combines interest rates on all loans to corporations, including overdrafts. This indicator is derived from the MFI interest rate statistics.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

1.6.2 Households for house purchase ¹⁾

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.77	4.38	3.31	3.17	2.49	2.11	2.09
Germany	3.77	4.81	2.98	2.50	1.96	1.76	1.83
Estonia	-	-	2.96	2.52	2.30	2.32	2.38
Ireland	3.67	4.13	3.32	3.44	3.41	3.25	3.18
Greece	3.86	4.53	3.36	2.93	2.63	2.69	2.78
Spain	3.39	4.16	2.81	2.93	2.23	1.94	1.90
France	3.67	4.25	3.24	2.95	2.31	1.87	1.60
Italy	3.78	4.49	3.26	3.20	2.51	2.13	2.05
Cyprus	-	-	4.54	4.42	3.63	3.08	2.77
Latvia	-	-	-	3.33	3.08	2.88	2.68
Lithuania	-	-	-	-	1.88	1.94	2.09
Luxembourg	2.93	4.02	2.12	2.03	1.86	1.68	1.74
Malta	-	-	3.17	2.93	2.79	2.81	2.82
Netherlands	4.15	4.54	3.87	3.35	2.91	2.58	2.41
Austria	3.30	4.28	2.57	2.29	2.01	1.90	1.85
Portugal	3.48	4.17	2.96	3.19	2.38	1.90	1.64
Slovenia	4.24	5.55	3.26	3.21	2.53	2.20	2.34
Slovakia	-	-	4.12	3.42	2.74	2.04	1.82
Finland	2.74	3.85	1.90	1.81	1.36	1.16	1.03
Euro area ²⁾	3.66	4.42	3.09	2.80	2.26	1.97	1.86

Source: ECB MFI interest rate statistics.

1) The cost of borrowing indicator for new loans to households combines interest rates on loans to households for house purchase. This indicator is derived from the MFI interest rate statistics.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

1 Financial and monetary developments

1.7 Aggregated deposit rate

(percentages per annum; period averages)

1.7.1 Non-financial corporations ¹⁾

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.42	2.79	0.40	0.35	0.15	-0.04	-0.12
Germany	1.49	2.86	0.47	0.24	0.16	0.02	-0.04
Estonia	-	-	0.65	0.31	0.23	0.17	0.13
Ireland	1.67	2.75	0.87	0.41	0.15	0.05	0.01
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.00	2.90	1.32	0.80	0.36	0.21	0.21
France	1.76	2.89	0.92	0.74	0.31	0.21	0.13
Italy	1.99	2.88	1.33	1.22	0.87	1.04	0.64
Cyprus	-	-	2.74	2.44	1.72	1.41	1.38
Latvia	-	-	-	-	-	-	-
Lithuania	-	-	0.62	0.22	0.17	0.19	0.16
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	-	-	-	0.17	0.04	-0.03	-0.20
Austria	1.67	2.92	0.74	0.44	0.32	0.26	0.14
Portugal	2.10	2.97	1.46	0.96	0.46	0.25	0.23
Slovenia	-	-	1.29	0.72	0.27	0.11	0.08
Slovakia	-	-	0.55	0.39	0.24	0.17	0.12
Finland	1.48	2.80	0.50	0.42	0.30	0.39	0.23
Euro area ²⁾	1.72	2.86	0.87	0.61	0.32	0.18	0.11

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece, Latvia, Luxembourg and Malta are available, but are being treated as confidential under ECB rules.

1) New deposits with agreed maturity excluding overnight deposits and deposits redeemable at notice.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

1.7.2 Households ¹⁾

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.84	2.75	1.16	1.17	1.00	0.65	0.40
Germany	1.79	2.80	1.04	0.69	0.47	0.42	0.28
Estonia	1.70	2.75	0.92	0.55	0.58	0.54	0.63
Ireland	1.80	2.64	1.17	0.64	0.29	0.16	0.09
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.22	2.89	1.72	0.99	0.46	0.21	0.10
France	2.39	2.89	2.01	2.19	1.68	1.24	0.96
Italy	1.88	2.07	1.73	1.59	1.20	1.08	0.86
Cyprus	-	-	3.21	2.56	1.77	1.53	1.33
Latvia	-	-	1.23	0.50	0.56	0.56	0.61
Lithuania	-	-	1.01	0.43	0.28	0.24	0.29
Luxembourg	-	-	-	-	0.38	-	-
Malta	-	-	2.01	1.83	1.34	1.17	0.82
Netherlands	-	-	-	2.09	1.91	1.64	1.42
Austria	1.88	2.89	1.11	0.74	0.45	0.37	0.31
Portugal	2.25	2.67	1.94	1.59	0.75	0.39	0.28
Slovenia	-	-	1.80	1.25	0.58	0.33	0.24
Slovakia	-	-	1.83	1.67	1.68	1.13	0.70
Finland	2.03	2.97	1.32	1.09	0.96	0.56	0.40
Euro area ²⁾	2.24	2.81	1.80	1.35	0.81	0.56	0.40

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece and Luxembourg are available, but are being treated as confidential under ECB rules.

1) New deposits with agreed maturity excluding overnight deposits and deposits redeemable at notice.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

1 Financial and monetary developments

1.8 Debt securities issued by euro area residents in all currencies

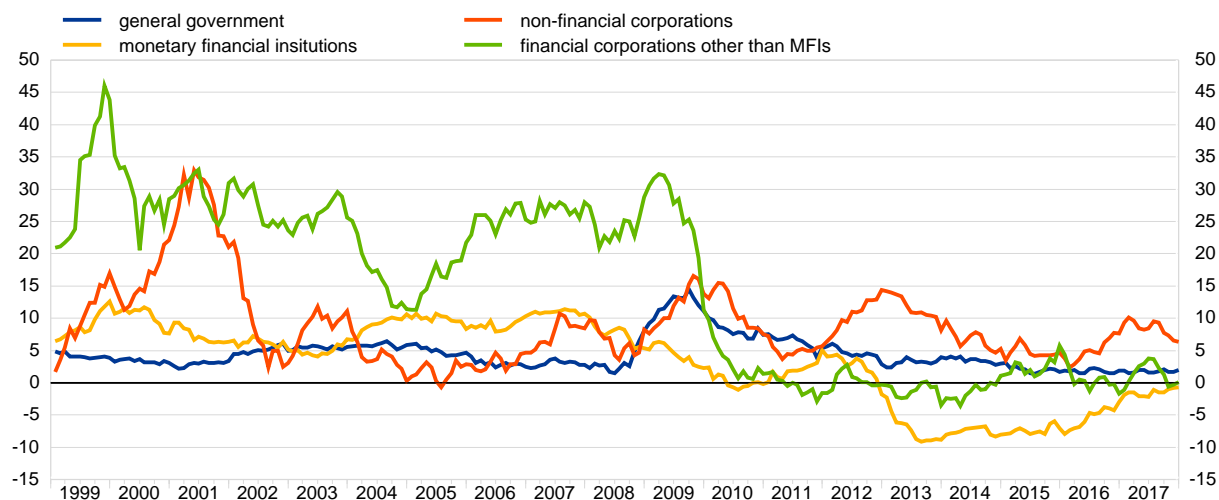
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.4	2.6	2.8	1.4	1.3	4.2	4.7
Germany	2.0	4.8	-1.0	-2.6	-0.6	-1.3	0.3
Estonia	-	-	7.6	10.4	-0.5	2.4	4.6
Ireland	5.2	9.9	-1.1	-3.5	0.8	-1.4	2.7
Greece	1.5	12.6	-11.0	-11.4	-4.2	-28.3	-20.3
Spain	8.1	15.6	-0.3	-6.9	-4.5	-0.7	0.8
France	6.0	8.4	3.2	2.7	0.6	1.4	3.2
Italy	3.9	6.4	0.5	-1.3	-3.8	-2.3	0.0
Cyprus	-	-	4.0	-5.6	-2.9	4.7	35.3
Latvia	-	-	19.6	40.4	10.3	12.2	9.7
Lithuania	-	-	2.7	-	-2.1	6.7	8.7
Luxembourg	5.6	0.2	10.7	13.3	16.6	2.3	0.8
Malta	-	-	8.8	14.3	13.1	11.1	4.6
Netherlands	6.7	12.5	0.7	-0.5	1.4	0.5	0.9
Austria	4.2	9.6	-1.3	-1.7	-3.3	-0.8	-2.4
Portugal	6.5	10.4	0.4	-7.5	-6.7	0.9	1.6
Slovenia	-	-	7.7	29.6	3.6	1.6	2.1
Slovakia	11.5	13.7	9.1	7.7	1.6	3.1	4.5
Finland	4.9	3.6	5.5	7.2	-0.9	1.3	2.6
Euro area	4.7	7.7	1.0	-0.7	-0.5	-0.2	1.3

Source: ECB.

Chart 1.8 Debt securities issued by euro area residents, by sector

(annual percentage changes)



Source: ECB.

1 Financial and monetary developments

1.9 Listed shares issued by euro area residents

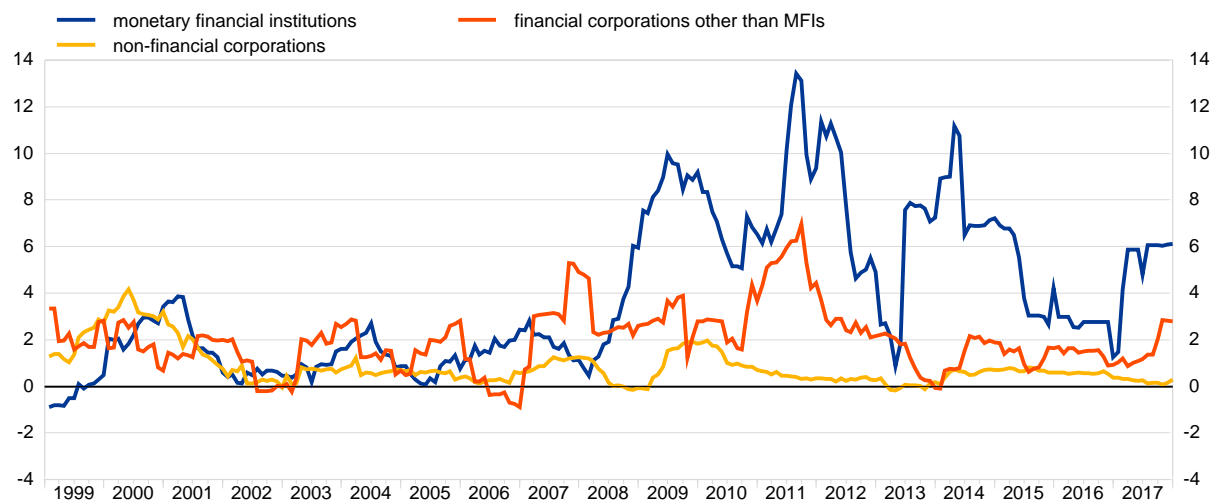
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	0.3	0.1	0.4	1.3	1.0	1.1	0.6
Germany	1.2	1.4	0.8	0.7	0.9	0.3	0.5
Estonia	-	-	-6.4	-3.8	-4.8	-4.0	-2.2
Ireland	2.3	1.0	0.2	-0.7	0.2	-0.1	-2.3
Greece	8.0	1.5	16.3	39.3	6.2	40.9	0.3
Spain	1.2	1.1	1.4	0.3	2.5	1.1	1.7
France	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8	0.5	0.7
Italy	1.7	1.1	2.0	1.4	1.8	1.4	3.1
Cyprus	-	-	16.0	13.8	23.1	9.2	23.3
Latvia	-	-	3.9	0.1	0.6	1.7	2.5
Lithuania	-	-	-0.4	-	-3.9	0.3	-0.2
Luxembourg	6.2	5.7	7.5	9.6	6.9	11.5	5.5
Malta	-	-	9.1	5.1	8.0	6.0	38.5
Netherlands	0.3	0.3	0.3	0.6	0.0	0.5	0.5
Austria	5.5	8.7	2.4	5.2	2.3	0.4	1.7
Portugal	2.4	2.3	2.4	3.5	3.6	0.5	2.7
Slovenia	-	-	0.7	1.1	0.5	0.0	0.0
Slovakia	-	-	0.4	0.0	-0.1	-0.2	0.0
Finland	0.2	-0.5	1.0	2.3	0.9	0.8	0.6
Euro area	1.2	1.1	1.1	1.4	1.2	0.9	0.8

Source: ECB.

Chart 1.9 Listed shares issued by euro area residents, by sector

(annual percentage changes)



Source: ECB.

1 Financial and monetary developments

1.10 Monetary aggregates, components and counterparts ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; seasonally adjusted)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Components of M3							
M3	5.2	7.5	2.8	3.9	4.7	5.0	4.6
M2	5.5	7.3	3.5	3.8	5.3	4.8	5.1
M1	7.6	7.8	7.4	8.1	10.6	8.8	8.7
Currency in circulation	7.1	9.0	5.1	6.5	6.8	3.6	3.4
Overnight deposits	7.7	7.6	7.9	8.4	11.3	9.7	9.7
M2-M1 (other short-term deposits)	2.7	7.1	-2.0	-2.2	-3.3	-2.5	-2.1
Deposits with an agreed maturity of up to two years	1.4	10.3	-7.7	-5.2	-8.5	-7.4	-8.5
Deposits redeemable at notice of up to three months	3.5	3.3	3.7	0.2	0.6	0.7	1.6
M3-M2 (marketable instruments)	2.2	8.7	-4.6	4.6	-3.8	7.8	-4.3
Repurchase agreements	0.1	6.3	-6.5	3.1	-38.9	-5.7	9.8
Money market fund shares	3.7	9.4	-2.3	2.8	11.4	7.8	-2.6
Debt securities issued with a maturity of up to two years	-1.4	11.6	-14.1	18.5	-25.4	21.0	-24.0
Counterparts of M3 ²⁾							
MFI liabilities:							
Central government holdings	4.5	7.4	1.3	-1.4	3.5	9.4	14.4
Longer-term financial liabilities vis-a-vis other euro area residents	3.5	6.6	0.2	-2.3	-3.0	-1.6	-1.1
Deposits with an agreed maturity of over two years	2.5	5.8	-0.9	-5.1	-4.8	-3.3	-3.8
Deposits redeemable at notice of over three months	-3.7	-0.9	-6.8	2.3	-14.4	-11.5	-12.4
Debt securities issued with a maturity of over two years	2.3	7.3	-3.0	-6.3	-8.8	-4.9	-3.4
Capital and reserves	6.3	7.4	5.2	4.5	4.8	2.9	3.3
MFI assets:							
Credit to euro area residents	4.5	6.9	1.8	-0.2	2.3	4.9	3.8
Credit to general government	3.5	0.6	6.7	2.1	8.2	12.5	6.7
of which: loans	0.1	-0.1	0.3	1.5	-1.8	-3.1	-4.0
Credit to the private sector ³⁾	4.7	8.7	0.5	-0.8	0.7	2.5	2.9
of which: loans ⁴⁾	4.6	8.3	0.6	-0.3	0.7	2.4	2.9

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

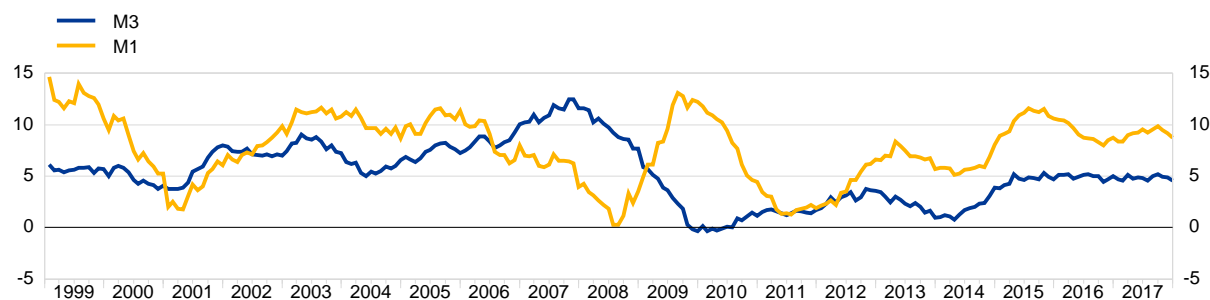
2) The table presents only selected counterparts to M3; i.e. net external assets and "other counterparts" (residual) are not included.

3) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government.

4) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

Chart 1.10 Monetary aggregates ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

1 Financial and monetary developments

1.11 MFI loans to non-financial corporations ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; not seasonally adjusted)

	2004-2008	2009-2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Belgium	9.5	2.5	1.3	1.1	0.7	3.8	6.9	6.5
Germany	3.6	0.3	0.6	-1.9	-0.5	0.8	3.5	4.2
Estonia	39.2	1.5	3.1	3.6	3.6	6.4	6.6	5.5
Ireland	24.2	-3.4	-4.0	-5.7	-6.4	-5.2	0.2	1.3
Greece	13.6	-1.4	-6.2	-3.2	-2.8	-1.3	-0.1	-0.1
Spain	19.3	-3.8	-7.6	-9.8	-6.6	-1.2	-0.8	0.1
France	10.2	2.6	1.3	-0.2	2.9	3.3	5.3	6.6
Italy	9.2	-0.8	-2.2	-5.5	-2.5	-0.5	0.3	0.5
Cyprus	26.1	1.1	4.6	-5.7	-0.8	0.8	-8.0	0.3
Latvia	-	-0.1	3.3	-0.6	-6.7	1.1	5.9	2.1
Lithuania	33.6	-0.4	2.5	-3.2	-1.2	3.3	9.8	5.4
Luxembourg	12.3	-0.8	-7.5	-3.0	2.9	7.5	12.0	4.5
Malta	11.0	1.5	-1.7	-9.1	4.1	-10.3	7.2	24.4
Netherlands	9.7	0.3	2.8	1.7	-3.5	-3.9	-0.4	-1.3
Austria	6.9	1.6	0.5	-0.2	1.1	0.7	2.2	5.3
Portugal	7.8	-1.9	-5.2	-3.0	-6.8	-1.1	-1.5	0.1
Slovenia	24.0	-3.9	-4.8	-7.8	-13.9	-7.6	0.4	1.9
Slovakia	20.3	2.9	-2.3	1.7	1.9	7.3	4.2	7.8
Finland	11.7	4.1	4.7	5.7	4.9	5.3	4.4	4.2
Euro area	10.2	-0.1	-1.6	-3.2	-1.5	0.5	2.3	3.1
Bulgaria	-	3.1	5.4	1.4	2.4	-0.1	2.2	4.8
Czech Republic	-	4.5	2.7	2.5	2.3	6.4	8.0	6.1
Denmark	-	-0.4	-2.0	1.1	0.5	-0.1	3.3	1.0
Croatia	-	-0.3	-9.1	1.3	-3.4	-3.2	1.5	5.0
Hungary	-	-0.6	-3.6	-1.3	1.8	-7.1	4.9	10.2
Poland	-	5.7	5.6	1.8	5.1	7.9	5.1	8.6
Romania	-	3.1	2.0	-4.8	2.1	-1.6	2.9	6.7
Sweden	-	3.7	2.3	1.0	2.5	3.7	4.6	5.8
United Kingdom	-	-2.6	-5.1	-5.6	-3.4	-0.3	3.2	3.7

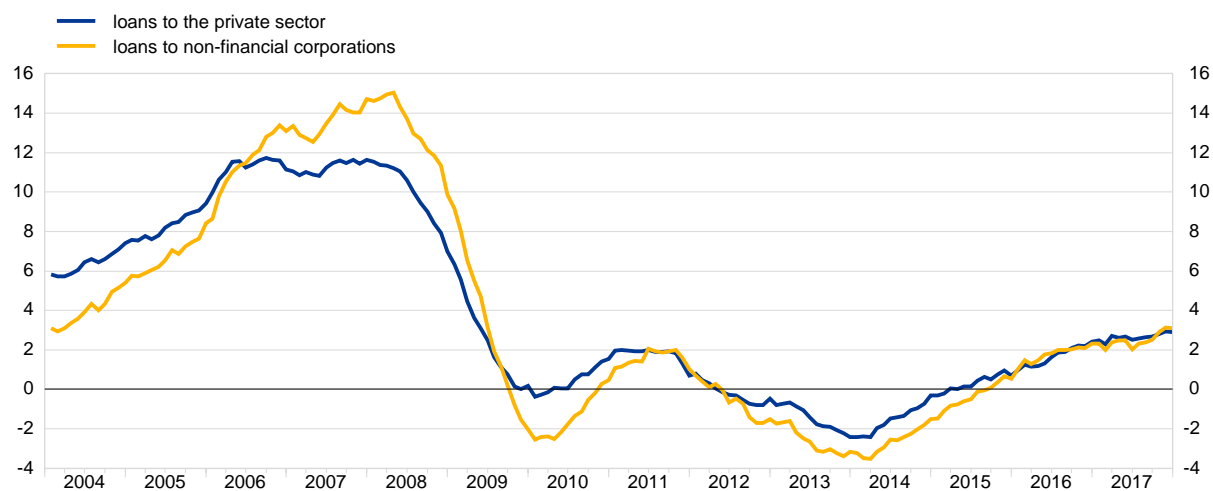
Source: ECB.

1) Data for euro area countries refer to loans granted by other MFIs to euro area non-financial corporations, while data for non-euro area EU countries refer to loans granted to domestic non-financial corporations. Data are adjusted for loan sales and securitisations (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

Data for euro area countries are available for the years since 2004, with the exception of Estonia, Lithuania and Slovenia (from 2005), Cyprus and Malta (from 2006), Slovakia (from 2007) and Latvia (from 2011). Data for non-euro area EU countries are available for the years since 2010, with the exception of Croatia (from 2011).

Chart 1.11 MFI loans to the private sector and to non-financial corporations ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government. Data are adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

1 Financial and monetary developments

1.12 MFI loans to households ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; not seasonally adjusted)

	2004-2008	2009-2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Belgium	10.2	4.5	4.1	2.2	3.8	4.3	5.1	5.0
Germany	0.0	1.6	1.3	1.2	1.5	2.8	2.8	3.2
Estonia	42.3	0.9	-2.3	0.4	2.5	3.9	5.3	7.0
Ireland	18.7	-3.4	-3.8	-3.9	-3.6	-3.6	-2.6	-1.5
Greece	24.3	-2.2	-4.2	-3.0	-3.0	-2.9	-2.8	-1.9
Spain	15.3	-2.2	-3.9	-5.0	-3.9	-2.2	-1.2	-0.5
France	10.4	3.9	2.5	2.6	1.9	3.5	4.4	6.0
Italy	11.1	1.6	-0.5	-1.3	-0.5	0.7	1.9	2.8
Cyprus	15.9	1.6	1.7	-4.6	-2.7	-1.0	-0.9	0.0
Latvia	-	-3.1	-5.3	-4.8	-3.9	-2.5	0.6	0.6
Lithuania	56.9	1.0	-1.5	0.0	1.5	4.9	8.2	7.6
Luxembourg	4.4	4.9	5.6	3.9	4.2	4.8	4.0	7.7
Malta	11.1	6.1	4.4	4.3	6.8	6.5	5.0	6.5
Netherlands	7.2	0.0	-0.4	-1.7	-1.3	-0.7	-0.5	0.0
Austria	5.9	1.5	0.6	0.6	1.1	1.9	3.1	3.2
Portugal	8.2	-1.6	-4.4	-4.1	-3.5	-2.6	-1.6	0.0
Slovenia	22.7	2.6	-1.7	-2.8	-1.5	0.6	4.9	7.2
Slovakia	26.9	11.9	10.3	10.3	13.2	13.1	13.4	12.3
Finland	12.1	3.8	4.9	2.1	1.9	2.6	2.6	2.7
Euro area	7.6	1.3	0.1	-0.3	0.1	1.4	2.0	2.9
Bulgaria	-	1.5	-0.3	0.4	-1.0	-0.1	4.2	8.8
Czech Republic	-	6.5	4.7	5.2	4.7	6.9	8.3	8.4
Denmark	-	0.5	0.6	-1.6	0.2	0.8	1.0	0.5
Croatia	-	-0.3	-1.2	-1.1	-1.0	-1.8	0.6	4.8
Hungary	-	-6.3	-6.0	-5.8	-7.0	-12.0	-0.1	2.7
Poland	-	5.5	7.0	4.1	4.7	5.2	3.9	6.4
Romania	-	4.5	-0.2	0.4	2.3	1.3	7.7	14.1
Sweden	-	6.4	4.7	5.1	6.0	7.7	7.1	7.0
United Kingdom	-	1.1	0.6	0.6	2.8	3.3	4.0	3.9

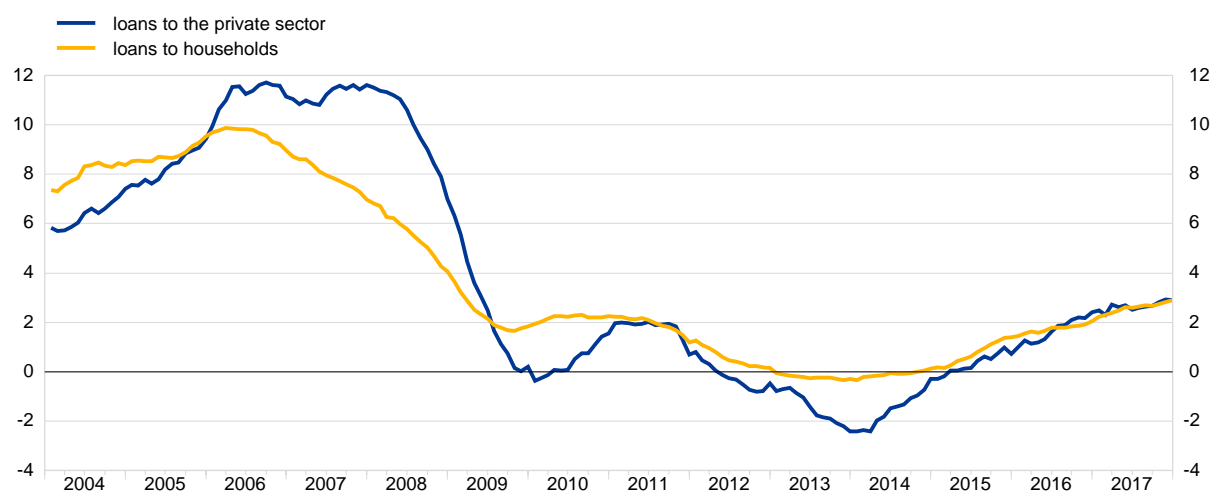
Source: ECB.

1) Data for euro area countries refer to loans granted by other MFIs to euro area households, while data for non-euro area EU countries refer to loans granted to domestic households. Data are adjusted for loan sales and securitisations (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

Data for euro area countries are available for the years since 2004, with the exception of Estonia, Lithuania and Slovenia (from 2005), Cyprus and Malta (from 2006), Slovakia (from 2007) and Latvia (from 2011). Data for non-euro area EU countries are available for the years since 2010, with the exception of Croatia (from 2011).

Chart 1.12 MFI loans to the private sector and to households ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government. Data are adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

2 Economic activity

2.1 GDP

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.7	2.3	1.0	1.4	1.4	1.5	1.7
Germany	1.4	1.6	1.2	1.9	1.7	1.9	2.2
Estonia	3.5	5.7	1.2	2.9	1.7	2.1	4.9
Ireland	5.1	5.4	4.8	8.3	25.6	5.1	.
Greece	0.3	3.5	-3.2	0.7	-0.3	-0.2	1.4
Spain	2.0	3.6	0.2	1.4	3.4	3.3	3.1
France	1.4	2.0	0.8	0.9	1.1	1.2	1.8
Italy	0.4	1.2	-0.5	0.1	1.0	0.9	1.5
Cyprus	2.1	4.1	-0.2	-1.4	2.0	3.4	3.9
Latvia	3.7	6.6	0.5	1.9	3.0	2.2	4.5
Lithuania	3.7	6.1	1.1	3.5	2.0	2.3	3.8
Luxembourg	3.4	4.3	2.2	5.8	2.9	3.1	.
Malta	3.5	2.4	4.4	8.1	9.9	5.5	6.6
Netherlands	1.7	2.5	0.8	1.4	2.3	2.2	3.1
Austria	1.7	2.4	0.9	0.8	1.1	1.5	2.9
Portugal	0.8	1.6	-0.1	0.9	1.8	1.6	2.7
Slovenia	2.4	4.3	0.3	3.0	2.3	3.1	5.0
Slovakia	3.6	5.1	2.1	2.8	3.9	3.3	3.4
Finland	1.7	3.3	-0.1	-0.6	0.1	2.1	3.0
Euro area	1.4	2.1	0.6	1.3	2.1	1.8	2.3
Bulgaria	3.1	4.7	1.4	1.3	3.6	3.9	3.6
Czech Republic	2.8	4.0	1.4	2.7	5.3	2.6	4.3
Denmark	1.3	1.8	0.7	1.6	1.6	2.0	2.1
Croatia	1.7	3.7	-0.5	-0.1	2.3	3.2	2.8
Hungary	2.3	3.4	1.1	4.2	3.4	2.2	4.0
Poland	3.7	4.2	3.2	3.3	3.8	2.9	4.6
Romania	3.7	5.4	1.8	3.1	4.0	4.8	7.0
Sweden	2.5	3.0	1.9	2.6	4.5	3.2	2.4
United Kingdom	1.9	2.5	1.3	3.1	2.3	1.9	1.7
European Union	1.6	2.3	0.8	1.8	2.3	2.0	2.4
United States	2.1	2.6	1.6	2.6	2.9	1.5	2.3
Japan	0.9	1.0	0.7	0.4	1.4	0.9	1.6

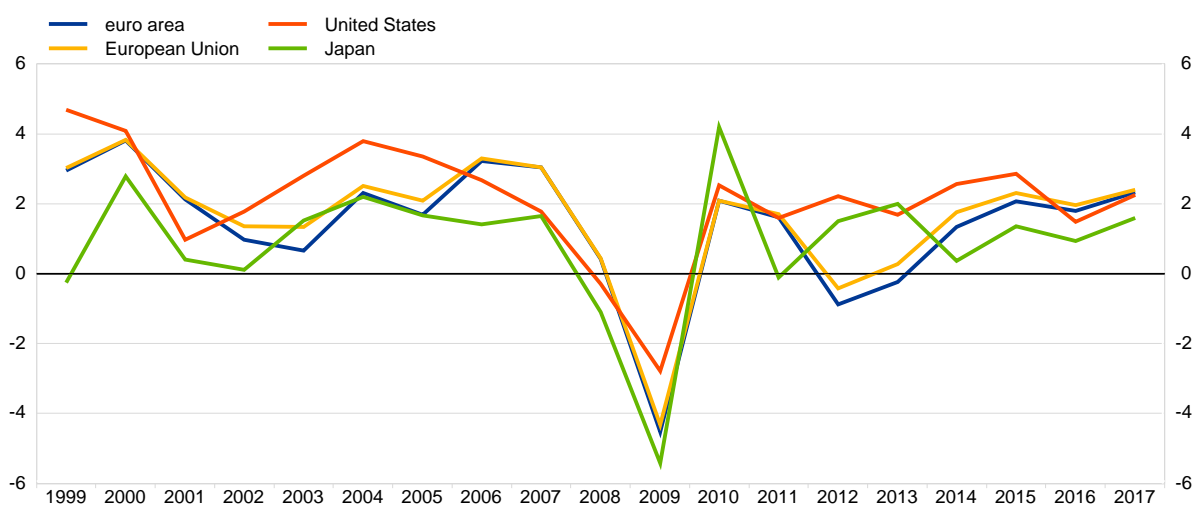
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.1 GDP

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.2 Private consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.2	1.4	1.0	0.6	0.9	1.7	1.1
Germany	1.0	0.9	1.2	1.0	1.7	2.1	1.9
Estonia	3.8	6.6	0.8	3.4	4.6	4.4	2.2
Ireland	3.4	6.0	0.3	2.1	4.2	3.2	.
Greece	0.3	3.7	-3.2	0.6	-0.5	0.0	0.1
Spain	1.6	3.3	-0.3	1.5	3.0	3.0	2.4
France	1.6	2.3	0.9	0.8	1.4	2.2	1.1
Italy	0.4	1.0	-0.2	0.3	1.9	1.4	1.3
Cyprus	2.7	5.3	-0.1	0.7	2.6	3.3	4.2
Latvia	3.8	6.5	0.9	1.4	2.5	3.3	5.1
Lithuania	4.5	8.1	0.6	4.0	4.0	4.9	3.9
Luxembourg	2.5	2.8	2.1	2.3	3.3	2.4	.
Malta	2.1	1.7	2.4	2.7	5.6	3.0	4.2
Netherlands	0.9	1.6	0.2	0.3	2.0	1.6	1.8
Austria	1.3	1.8	0.8	0.3	0.5	1.5	1.4
Portugal	1.0	2.0	-0.2	2.3	2.3	2.1	2.2
Slovenia	2.0	3.1	0.7	1.9	2.1	4.2	3.2
Slovakia	2.8	4.6	0.9	1.4	2.2	2.7	3.6
Finland	2.1	3.2	1.0	0.8	1.7	1.8	1.6
Euro area	1.2	1.8	0.5	0.8	1.8	2.0	1.6
Bulgaria	4.5	7.3	1.6	2.7	4.5	3.6	4.8
Czech Republic	2.4	3.3	1.4	1.8	3.7	3.6	4.0
Denmark	1.1	1.7	0.5	0.9	1.6	2.1	1.5
Croatia	1.4	3.5	-0.8	-1.6	1.1	3.5	3.6
Hungary	2.1	3.7	0.5	2.8	3.6	4.3	4.7
Poland	3.3	3.9	2.7	2.4	3.0	3.9	4.7
Romania	5.2	7.9	2.2	4.7	5.9	7.6	10.2
Sweden	2.4	2.7	2.1	2.1	3.1	2.2	2.4
United Kingdom	2.1	3.0	1.0	2.1	2.6	2.9	1.7
European Union	1.5	2.2	0.7	1.2	2.1	2.4	1.9
United States	2.5	3.1	1.9	2.9	3.6	2.7	2.7
Japan	0.8	1.0	0.7	-0.9	0.0	0.1	1.1

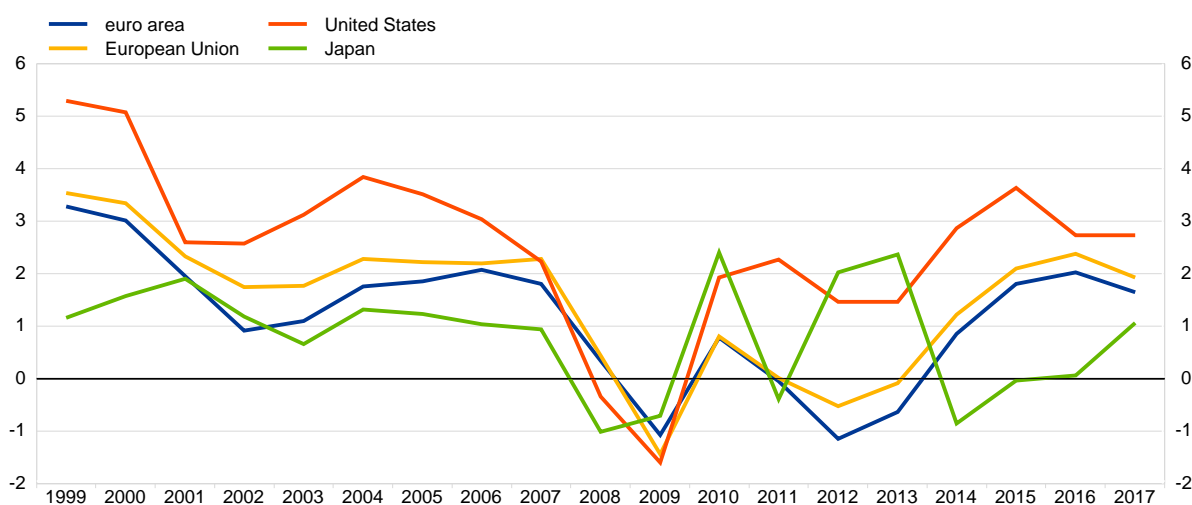
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.2 Private consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Government consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.4	1.9	0.9	0.7	0.5	0.5	1.1
Germany	1.4	1.0	1.9	1.5	2.9	3.7	1.6
Estonia	2.2	3.0	1.3	2.6	3.3	1.9	0.8
Ireland	1.9	3.8	-0.4	4.1	2.2	5.2	.
Greece	0.5	3.5	-2.7	-1.4	1.2	-1.5	-1.1
Spain	2.7	5.0	0.3	-0.3	2.1	0.8	1.6
France	1.5	1.6	1.4	1.3	1.1	1.3	1.5
Italy	0.6	1.4	-0.4	-0.7	-0.6	0.6	0.1
Cyprus	1.4	3.8	-1.1	-7.2	-2.6	-0.4	2.7
Latvia	1.2	2.8	-0.5	1.9	1.9	2.7	4.1
Lithuania	0.8	1.4	0.0	0.3	0.2	1.3	1.2
Luxembourg	3.4	4.1	2.5	2.0	2.6	2.0	.
Malta	2.1	2.8	1.5	6.6	3.7	-2.7	-0.3
Netherlands	2.1	3.4	0.7	0.3	-0.2	1.2	1.0
Austria	1.4	1.7	1.0	0.8	1.5	2.1	1.1
Portugal	0.8	2.2	-0.7	-0.5	1.3	0.6	0.1
Slovenia	1.8	3.2	0.3	-1.2	2.7	2.5	2.3
Slovakia	2.6	3.2	2.0	5.2	5.4	1.6	0.2
Finland	1.1	1.6	0.6	-0.5	0.2	1.8	1.0
Euro area	1.4	2.0	0.9	0.7	1.3	1.8	1.2
Bulgaria	2.4	4.2	0.4	0.1	1.4	2.2	3.2
Czech Republic	1.4	2.0	0.8	1.1	1.9	2.0	1.6
Denmark	1.5	2.0	1.0	1.9	1.1	0.3	1.1
Croatia	1.3	2.0	0.5	0.8	-0.9	1.9	2.0
Hungary	1.6	1.9	1.2	5.1	1.1	0.8	0.3
Poland	3.1	4.0	2.0	4.1	2.4	1.7	2.7
Romania	0.6	1.2	0.0	0.8	0.2	3.1	1.6
Sweden	1.1	0.7	1.6	1.5	2.4	3.1	0.4
United Kingdom	2.0	3.0	0.8	2.5	0.6	0.8	0.3
European Union	1.6	2.1	0.9	1.2	1.3	1.6	1.1
United States	1.0	2.0	0.0	-0.5	1.3	1.0	0.1
Japan	1.6	1.8	1.4	0.5	1.5	1.3	0.1

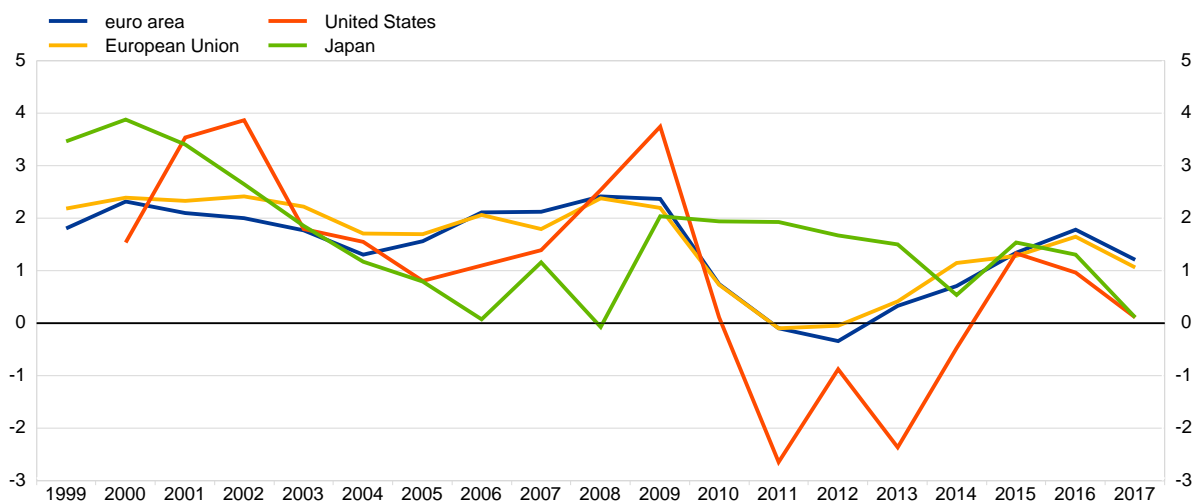
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.3 Government consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.4 Gross capital formation

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	2.4	3.6	1.1	7.3	3.4	4.8	1.7
Germany	0.6	0.8	0.3	2.1	0.2	2.1	3.8
Estonia	4.1	7.7	0.2	4.9	-7.3	1.6	11.5
Ireland	6.9	5.1	9.2	26.9	24.0	59.2	.
Greece	-2.3	4.4	-9.2	6.7	-9.0	7.4	15.7
Spain	1.6	5.3	-2.5	5.8	8.7	3.1	5.5
France	2.1	3.4	0.6	3.2	2.4	1.9	5.1
Italy	-0.2	2.4	-3.0	1.0	2.5	0.7	2.5
Cyprus	2.7	8.6	-3.5	-3.2	11.6	19.8	29.8
Latvia	4.0	11.2	-3.4	-8.9	2.7	0.2	17.8
Lithuania	3.7	8.9	-1.8	4.2	24.8	-4.4	3.7
Luxembourg	3.2	4.9	1.2	6.0	-2.8	0.0	.
Malta	2.8	0.9	4.4	-0.2	60.6	0.9	-5.0
Netherlands	1.3	2.3	0.2	3.2	11.2	3.1	5.1
Austria	1.3	1.8	0.8	0.4	2.0	3.5	6.1
Portugal	-1.4	0.4	-3.3	5.1	6.4	0.8	8.4
Slovenia	0.9	6.9	-5.4	3.8	0.2	-0.1	8.4
Slovakia	1.7	3.6	-0.4	7.9	14.2	-3.5	2.6
Finland	1.3	3.2	-0.8	-1.8	1.5	6.3	4.3
Euro area	1.1	2.6	-0.6	3.3	3.4	3.8	3.7
Bulgaria	4.6	15.8	-4.4	4.4	2.0	-4.6	9.5
Czech Republic	2.8	5.4	-0.1	8.6	13.0	-2.3	4.3
Denmark	1.3	2.5	0.0	4.3	0.9	6.0	3.0
Croatia	2.2	7.9	-3.8	-3.0	8.4	4.5	5.5
Hungary	0.6	2.2	-1.1	12.5	-3.8	-3.7	14.9
Poland	3.7	5.0	2.2	12.8	4.9	-1.9	7.5
Romania	5.5	12.1	-1.3	1.7	7.0	1.0	4.9
Sweden	3.5	4.3	2.6	6.1	8.7	5.5	6.4
United Kingdom	2.2	1.1	3.4	10.9	4.1	0.9	2.3
European Union	1.4	2.7	0.0	4.8	3.8	3.5	3.7
United States	1.7	1.9	1.6	4.3	4.6	-1.4	2.7
Japan	-0.3	-0.9	0.4	3.4	2.9	0.3	2.3

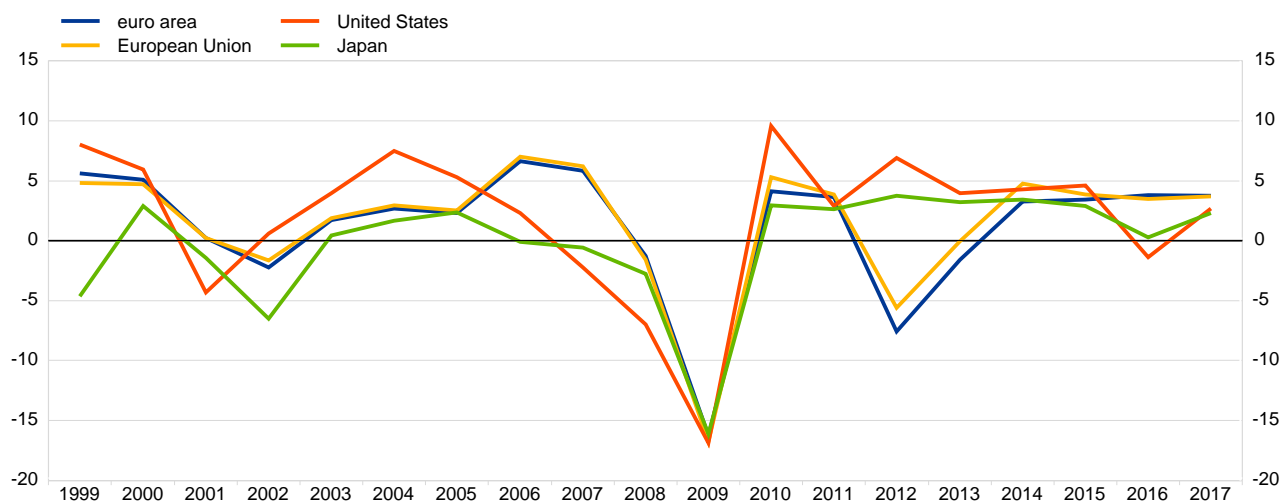
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Bulgaria available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.4 Gross capital formation

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.5 Exports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.9	4.6	3.1	5.2	3.3	7.5	4.5
Germany	5.2	7.2	3.1	4.6	5.2	2.6	4.7
Estonia	5.7	7.0	4.1	2.5	-0.7	4.1	2.9
Ireland	8.2	7.6	8.9	14.4	38.4	4.6	.
Greece	4.0	7.5	0.2	7.7	3.1	-1.8	6.8
Spain	3.8	4.5	3.1	4.3	4.2	4.8	5.0
France	3.1	3.8	2.3	3.3	4.3	1.8	3.1
Italy	2.3	2.9	1.6	2.7	4.4	2.4	5.4
Cyprus	2.1	1.8	2.5	4.2	5.8	4.0	3.4
Latvia	6.4	8.4	4.3	6.0	3.0	4.1	4.4
Lithuania	8.2	9.6	6.6	3.3	-0.4	3.5	13.2
Luxembourg	6.3	8.1	4.0	14.0	6.9	2.7	.
Malta	4.6	6.2	3.2	3.2	3.5	4.5	1.6
Netherlands	4.5	5.3	3.5	4.5	6.5	4.3	5.5
Austria	4.2	6.3	2.0	3.0	3.1	1.9	5.7
Portugal	4.3	4.4	4.2	4.3	6.1	4.4	7.9
Slovenia	6.1	8.8	3.2	5.7	5.0	6.4	10.6
Slovakia	8.9	12.6	4.9	3.9	6.4	6.2	4.3
Finland	3.5	7.1	-0.4	-2.7	0.9	2.3	8.3
Euro area	4.4	5.5	3.1	4.7	6.4	3.4	4.9
Bulgaria	4.2	3.7	4.7	3.1	5.7	8.1	4.0
Czech Republic	8.2	11.4	4.7	8.7	6.0	4.5	6.5
Denmark	3.9	5.8	1.7	3.1	2.3	2.8	4.6
Croatia	4.6	6.5	2.5	6.0	9.4	5.6	6.1
Hungary	8.6	12.9	3.9	9.1	8.5	3.4	7.1
Poland	7.5	8.8	6.1	6.7	7.7	8.8	6.7
Romania	9.6	11.0	7.9	8.0	4.6	8.7	9.5
Sweden	4.0	5.7	2.2	5.3	5.7	3.3	3.7
United Kingdom	3.3	4.4	2.1	2.7	5.0	2.3	5.0
European Union	4.4	5.6	3.1	4.7	6.2	3.5	5.0
United States	3.6	4.4	2.6	4.3	0.4	-0.3	3.4
Japan	4.3	6.6	1.8	9.3	2.9	1.3	6.8

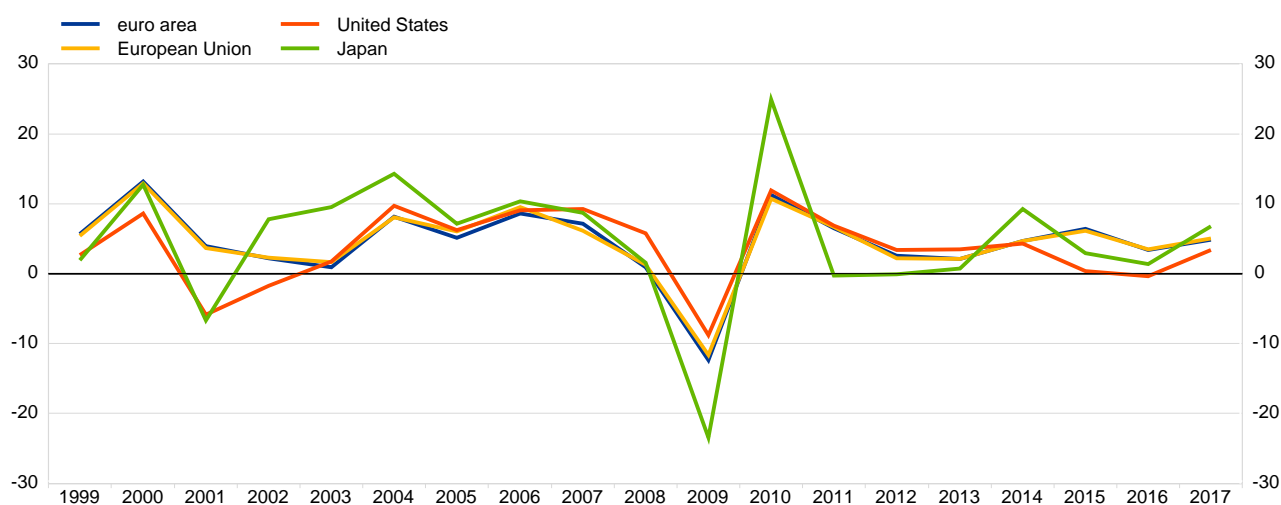
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.5 Exports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.6 Imports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.8	4.4	3.2	6.2	3.3	8.4	4.1
Germany	4.5	5.6	3.3	3.6	5.6	3.9	5.1
Estonia	5.9	8.4	3.2	3.6	-1.8	5.3	3.5
Ireland	7.6	7.8	7.4	14.9	26.0	16.4	.
Greece	2.0	7.2	-3.6	7.7	0.4	0.3	7.2
Spain	3.2	6.3	-0.2	6.6	5.9	2.7	4.7
France	4.1	5.2	2.9	4.8	5.7	4.2	3.9
Italy	2.2	3.5	0.7	3.2	6.8	3.5	5.3
Cyprus	2.8	4.6	0.8	4.6	7.4	6.8	10.1
Latvia	5.4	8.8	1.7	1.2	2.1	4.5	9.2
Lithuania	7.8	11.0	4.3	3.1	6.2	3.5	12.8
Luxembourg	6.6	8.4	4.4	14.6	7.1	2.1	.
Malta	3.6	5.6	1.9	-0.2	7.1	1.5	-3.0
Netherlands	4.3	5.3	3.3	4.2	8.4	4.1	4.9
Austria	3.6	4.9	2.3	2.9	3.1	3.1	5.4
Portugal	3.0	4.0	1.9	7.8	8.5	4.2	7.9
Slovenia	5.1	8.4	1.5	4.1	4.7	6.6	10.1
Slovakia	7.0	10.2	3.4	4.8	8.4	3.7	3.9
Finland	3.9	7.0	0.6	-1.3	3.2	5.4	2.6
Euro area	4.0	5.4	2.5	4.9	6.7	4.8	4.4
Bulgaria	7.0	12.0	1.7	5.2	5.4	4.5	7.2
Czech Republic	7.6	10.9	4.1	10.1	6.8	3.4	5.8
Denmark	4.1	6.6	1.4	3.9	1.9	3.8	4.1
Croatia	3.9	7.3	0.3	3.1	9.2	6.2	8.1
Hungary	7.7	12.0	3.1	11.0	6.4	2.9	9.7
Poland	6.2	7.9	4.3	10.0	6.6	7.9	7.7
Romania	10.5	16.1	4.6	8.7	8.0	9.8	11.1
Sweden	3.9	5.0	2.7	6.3	5.2	3.4	5.0
United Kingdom	3.8	5.0	2.5	4.5	5.1	4.8	3.5
European Union	4.2	5.7	2.6	5.3	6.4	4.8	4.6
United States	3.8	5.1	2.3	4.5	5.0	1.3	3.9
Japan	3.0	3.9	2.0	8.3	0.8	-1.9	3.6

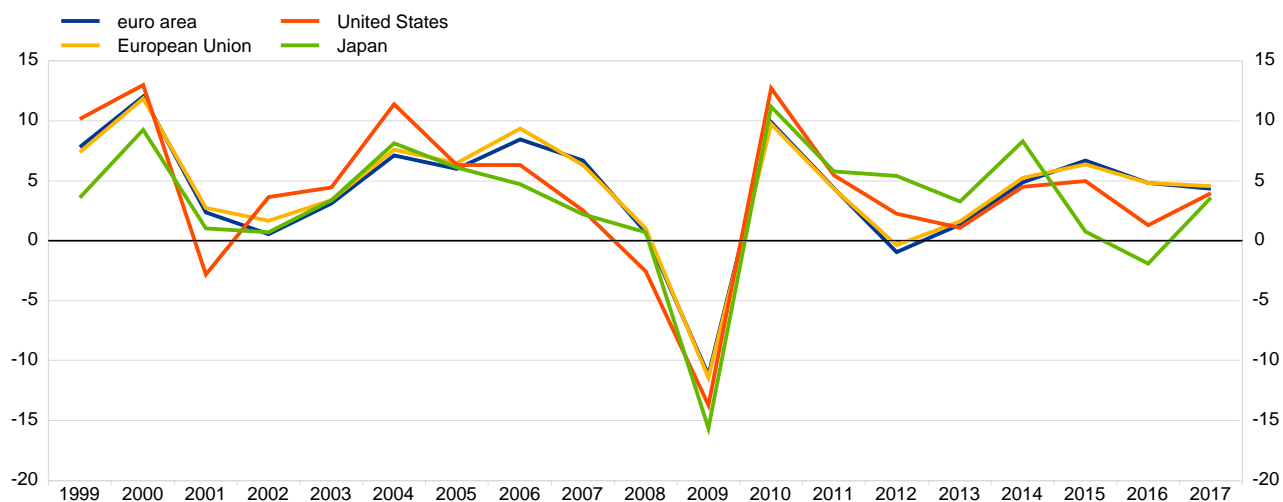
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.6 Imports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.7 Nominal GDP

(current prices; EUR billions)

	1999-2017 ¹⁾	1999-2008	2009-2017 ¹⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	342.5	296.2	393.9	400.3	410.4	423.0	438.5
Germany	2,554.8	2,283.0	2,856.8	2,932.5	3,043.7	3,144.1	3,263.4
Estonia	14.2	10.2	18.5	19.8	20.3	21.1	23.0
Ireland	172.1	150.1	199.7	194.5	262.0	275.6	.
Greece	190.1	186.3	194.4	178.7	176.3	174.2	177.7
Spain	957.1	849.0	1,077.3	1,037.8	1,080.0	1,118.5	1,163.7
France	1,895.0	1,694.7	2,117.5	2,147.6	2,194.2	2,228.9	2,287.6
Italy	1,520.0	1,417.5	1,633.8	1,621.8	1,652.6	1,680.9	1,716.2
Cyprus	16.2	13.9	18.7	17.6	17.7	18.2	19.2
Latvia	17.7	13.5	22.4	23.6	24.3	24.9	26.9
Lithuania	26.4	19.3	34.3	36.6	37.4	38.7	41.9
Luxembourg	36.2	28.6	45.8	50.0	52.1	53.0	.
Malta	6.5	5.0	8.2	8.5	9.5	10.2	11.1
Netherlands	590.1	524.2	663.4	663.0	683.5	702.6	731.3
Austria	282.9	243.9	326.3	333.1	344.5	353.3	369.2
Portugal	163.5	150.4	178.0	173.1	179.8	185.5	193.1
Slovenia	32.7	27.9	38.0	37.6	38.8	40.4	43.3
Slovakia	54.4	36.4	74.5	76.1	78.9	81.2	85.0
Finland	179.3	158.3	202.6	205.5	209.6	215.8	224.3
Euro area	9,059.2	8,108.5	10,115.5	10,157.5	10,515.6	10,789.7	11,165.5
Bulgaria	32.0	22.0	43.0	42.8	45.3	48.1	50.4
Czech Republic	131.0	100.8	164.7	156.7	168.5	176.6	191.6
Denmark	229.8	202.8	259.9	265.8	271.8	277.5	288.0
Croatia	38.9	33.3	45.1	43.4	44.5	46.4	48.7
Hungary	91.1	78.2	105.5	105.6	110.7	113.7	123.5
Poland	312.8	236.7	397.3	411.0	430.1	426.0	465.7
Romania	108.7	73.7	147.6	150.4	160.3	169.8	187.4
Sweden	358.4	304.2	418.6	432.7	449.0	465.2	477.9
United Kingdom	2,018.6	1,916.6	2,131.9	2,278.9	2,602.1	2,395.8	2,325.5
European Union	12,380.5	11,076.8	13,829.0	14,044.6	14,797.9	14,908.7	15,324.3
United States	11,957.7	10,584.4	13,483.6	13,118.3	16,332.1	16,825.8	17,160.8
Japan	4,122.7	4,072.2	4,178.8	3,662.5	3,960.8	4,479.7	4,307.4

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

2 Economic activity

2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs¹⁾ in EUR thousands)

	1999-2016 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	29.2	26.5	32.7	33.0	33.6	34.3	35.1
Germany	29.6	26.4	33.6	34.2	35.4	36.1	36.8
Estonia	15.3	11.9	19.7	20.7	21.4	21.9	22.2
Ireland	34.7	30.8	39.6	36.5	38.7	52.6	54.6
Greece	20.5	20.4	21.2	19.7	19.9	19.8	19.9
Spain	23.4	21.8	25.7	24.6	25.3	26.2	27.4
France	26.7	24.7	29.4	29.9	30.2	30.9	31.1
Italy	26.1	24.9	27.8	27.1	27.2	28.1	28.8
Cyprus	23.1	21.9	25.2	23.1	22.9	23.8	24.6
Latvia	13.3	10.9	16.4	17.2	17.9	18.6	19.4
Lithuania	14.1	10.4	18.8	20.1	21.1	21.7	22.5
Luxembourg	64.3	57.0	72.1	72.0	76.1	77.8	77.6
Malta	20.4	17.8	23.6	23.5	25.0	26.8	28.0
Netherlands	32.8	30.1	36.6	36.8	36.7	37.6	38.5
Austria	31.2	28.0	35.4	36.2	36.7	37.6	38.0
Portugal	19.5	18.1	21.5	21.1	21.6	22.3	23.1
Slovenia	21.1	19.7	23.1	22.5	23.4	24.1	25.1
Slovakia	14.7	10.2	20.6	21.1	21.8	22.5	23.0
Finland	28.1	25.8	31.4	31.2	31.1	31.7	32.6
Euro area	26.6	24.4	29.5	29.5	30.0	31.0	31.7
Bulgaria	9.7	7.5	12.5	12.6	13.0	13.7	14.6
Czech Republic	19.8	17.0	23.4	23.0	24.3	25.5	26.4
Denmark	30.7	27.4	34.9	35.3	35.9	36.8	37.4
Croatia	14.5	12.7	16.6	16.4	16.6	17.1	18.0
Hungary	15.2	12.9	18.2	18.5	19.2	20.0	20.3
Poland	14.0	11.0	17.8	18.5	19.0	19.9	20.7
Romania	10.7	7.6	14.9	15.0	15.6	16.6	17.7
Sweden	30.6	27.8	34.4	34.5	34.8	36.0	37.0
United Kingdom	27.3	25.4	29.7	29.7	30.8	31.6	32.4
European Union	24.4	22.1	27.5	27.5	28.2	29.2	29.9
United States	36.8	34.5	39.9	39.8	40.9	42.3	43.1
Japan	26.7	25.1	28.8	29.5	29.5	30.6	31.2

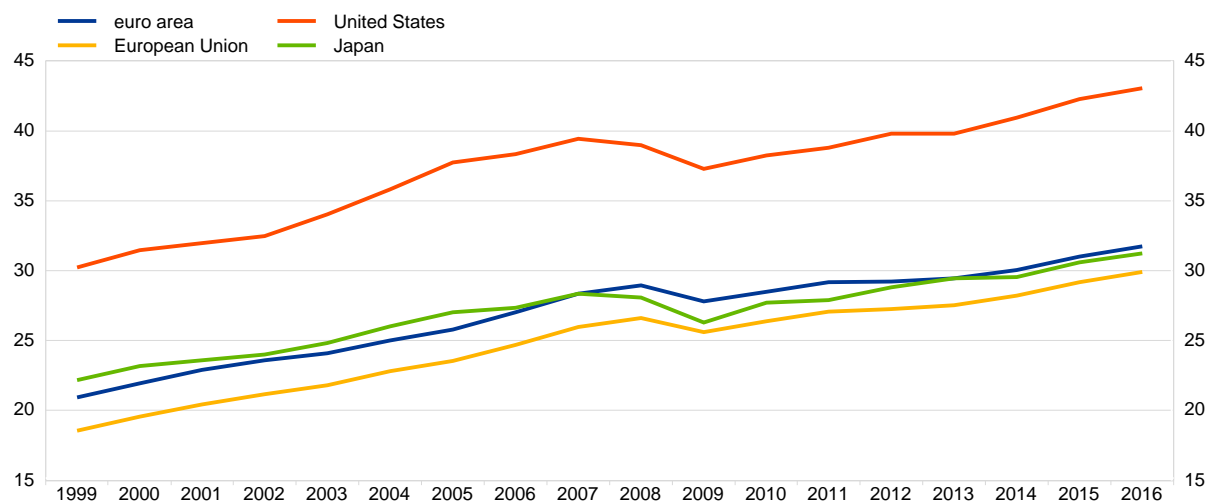
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) GDP in Purchasing Power Standards (PPSs) in euro, calculated on the basis of PPP rates relative to the euro area (Euro 19 = 1).

2) Data for Croatia available since 2000.

Chart 2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs¹⁾ in EUR thousands)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) GDP in Purchasing Power Standards (PPSs) in euro, calculated on the basis of PPP rates relative to the euro area (Euro 19 = 1).

2 Economic activity

2.9 Employment

(persons employed; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	0.9	1.1	0.7	0.4	0.9	1.3	1.4
Germany	0.8	0.6	0.9	0.8	0.9	1.3	1.5
Estonia	0.3	0.6	0.0	0.8	2.9	0.3	2.7
Ireland	1.7	3.4	-0.2	1.7	2.5	2.8	1.9
Greece	-0.2	1.2	-1.7	0.9	0.7	0.5	2.1
Spain	1.3	3.4	-1.0	1.0	2.7	2.5	2.6
France	0.7	1.1	0.3	0.4	0.2	0.6	1.0
Italy	0.6	1.3	-0.1	0.1	0.7	1.3	1.1
Cyprus	1.4	2.9	-0.3	-1.8	1.5	3.3	3.4
Latvia	-0.5	0.8	-1.9	-1.3	1.4	-0.3	0.6
Lithuania	-0.5	-0.5	-0.6	2.0	1.3	2.0	-0.5
Luxembourg	3.2	3.9	2.3	2.6	2.6	3.0	.
Malta	2.0	0.9	3.3	5.1	3.9	4.0	5.4
Netherlands	0.8	1.3	0.2	-0.1	0.9	1.1	2.1
Austria	1.0	1.1	0.8	1.0	0.6	1.2	1.7
Portugal	-0.1	0.4	-0.6	1.4	1.4	1.6	3.3
Slovenia	0.6	1.2	-0.2	0.4	1.2	1.9	2.8
Slovakia	0.6	0.6	0.6	1.4	2.0	2.4	2.2
Finland	0.8	1.6	-0.1	-0.5	-0.1	0.3	1.2
Euro area	0.7	1.3	0.1	0.6	1.0	1.3	1.6
Bulgaria	0.1	1.0	-0.9	0.4	0.4	0.5	1.8
Czech Republic	0.3	0.4	0.3	0.6	1.4	1.3	1.6
Denmark	0.4	0.8	-0.1	1.0	1.3	1.7	1.6
Croatia	0.2	1.3	-0.9	2.7	1.2	0.3	2.2
Hungary	0.5	0.1	1.0	4.8	2.4	2.6	2.0
Poland	0.7	1.0	0.4	1.7	1.5	0.6	1.4
Romania	-1.2	-1.6	-0.9	0.8	-1.3	-0.9	2.6
Sweden	1.0	1.1	1.0	1.4	1.5	1.7	2.3
United Kingdom	0.9	1.0	0.9	2.4	1.7	1.4	1.0
European Union	0.6	1.0	0.2	1.0	1.1	1.2	1.6
United States	0.8	1.0	0.5	1.6	1.7	1.7	.
Japan	0.0	-0.1	0.1	0.6	0.4	1.0	.

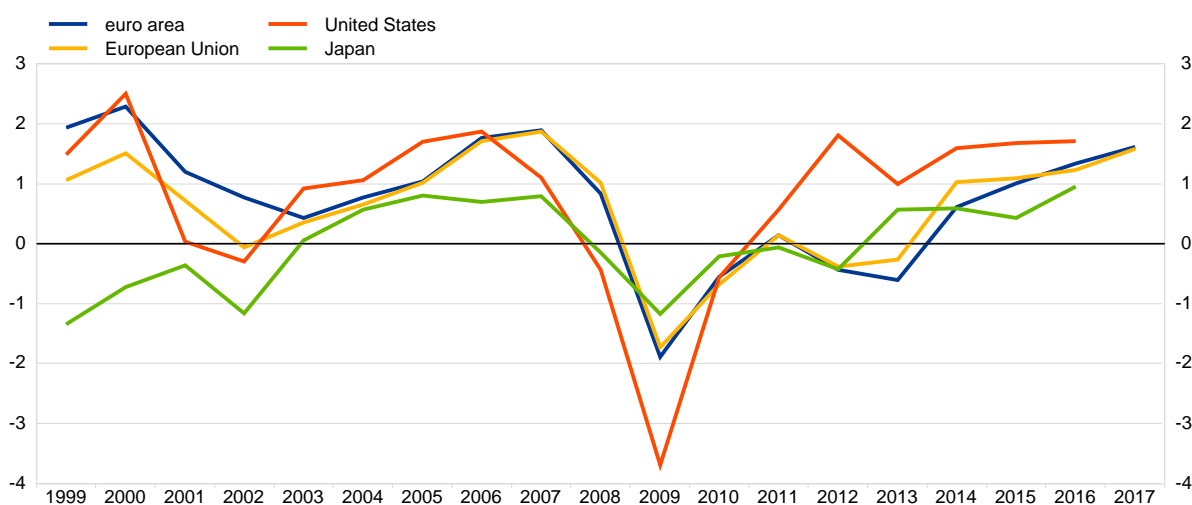
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Croatia and Poland available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.9 Employment

(persons employed; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.10 Labour productivity

(per persons employed; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	0.7	1.1	0.3	0.9	0.5	0.2	0.3
Germany	0.6	1.0	0.3	1.1	0.8	0.6	0.7
Estonia	3.2	5.1	1.3	2.1	-1.1	1.8	2.2
Ireland	3.4	2.0	5.3	6.5	22.5	2.3	.
Greece	0.4	2.2	-1.5	-0.2	-1.0	-0.7	-0.8
Spain	0.6	0.1	1.2	0.4	0.7	0.7	0.5
France	0.7	1.0	0.5	0.5	0.8	0.5	0.8
Italy	-0.2	0.0	-0.4	0.0	0.3	-0.5	0.3
Cyprus	0.7	1.2	0.1	0.4	0.5	0.1	0.5
Latvia	4.2	5.8	2.5	3.3	1.5	2.5	4.6
Lithuania	4.3	6.6	1.7	1.5	0.7	0.4	4.4
Luxembourg	0.2	0.5	-0.1	3.1	0.3	0.0	.
Malta	1.1	1.2	1.1	2.8	5.7	1.4	1.1
Netherlands	0.9	1.2	0.5	1.5	1.3	1.1	0.9
Austria	0.7	1.3	0.0	-0.1	0.5	0.2	1.2
Portugal	0.8	1.2	0.5	-0.5	0.4	0.0	-0.6
Slovenia	1.8	3.1	0.5	2.6	1.0	1.2	2.2
Slovakia	3.0	4.5	1.4	1.3	1.8	0.9	1.2
Finland	0.9	1.7	0.0	-0.2	0.3	1.9	1.8
Euro area	0.7	0.8	0.5	0.7	1.0	0.5	0.7
Bulgaria	3.0	3.7	2.3	1.0	3.3	3.4	1.7
Czech Republic	2.4	3.6	1.1	2.2	3.8	1.3	2.7
Denmark	0.9	0.9	0.8	0.6	0.4	0.2	0.5
Croatia	1.5	2.6	0.5	-2.7	1.1	2.9	0.6
Hungary	1.7	3.3	0.0	-0.6	0.9	-0.4	2.0
Poland	2.7	2.6	2.8	1.5	2.3	2.3	3.1
Romania	5.0	7.0	2.7	2.3	5.3	5.8	4.3
Sweden	1.4	1.9	0.8	1.1	3.0	1.5	0.1
United Kingdom	1.0	1.5	0.4	0.7	0.6	0.5	0.7
European Union	1.0	1.3	0.6	0.7	1.2	0.7	0.8
United States	1.3	1.5	1.0	1.0	1.2	-0.2	.
Japan	0.8	1.1	0.5	-0.2	0.9	0.0	.

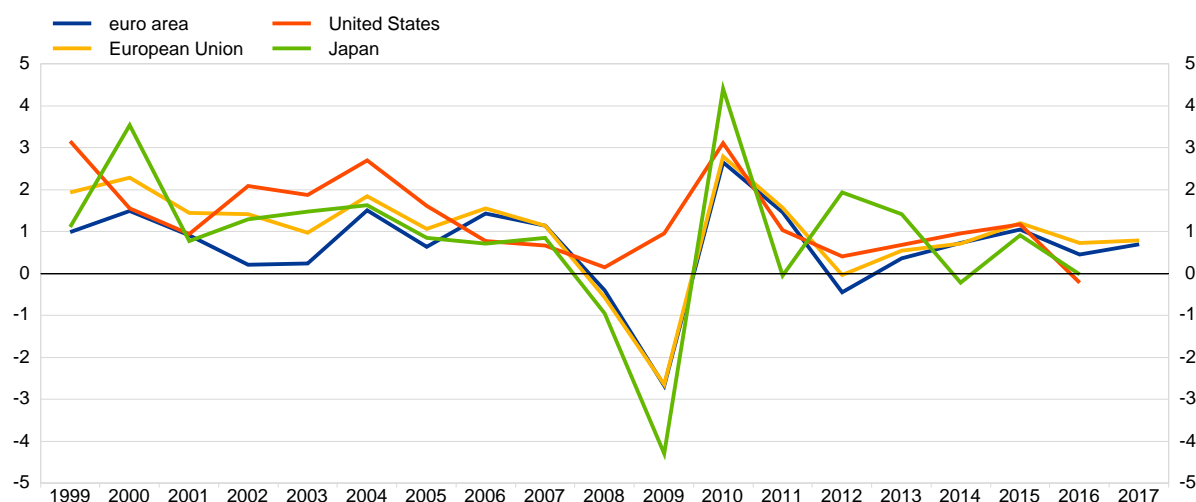
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Croatia and Malta available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2015 and 2009-2015.

Chart 2.10 Labour productivity

(per persons employed; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)

	1999-2017 ^{1), 2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ^{1), 2)}	2014	2015	2016	2017
Belgium	7.8	7.7	7.9	8.5	8.5	7.8	7.2
Germany	7.4	9.1	5.4	5.0	4.6	4.1	3.8
Estonia	9.5	9.3	9.7	7.4	6.2	6.8	5.8
Ireland	8.4	5.0	12.1	11.9	10.0	8.4	6.7
Greece	14.8	10.0	20.9	26.5	24.9	23.6	.
Spain	15.8	10.7	21.5	24.5	22.1	19.6	17.2
France	9.3	8.9	9.8	10.3	10.4	10.1	9.4
Italy	9.3	8.2	10.5	12.7	11.9	11.7	11.2
Cyprus	7.8	4.3	11.4	16.1	14.9	13.0	11.1
Latvia	12.0	10.9	13.2	10.8	9.9	9.6	8.7
Lithuania	11.4	11.0	11.9	10.7	9.1	7.9	7.1
Luxembourg	4.5	3.6	5.5	6.0	6.5	6.3	5.6
Malta	6.4	6.9	5.9	5.8	5.4	4.7	4.0
Netherlands	5.1	4.4	5.8	7.4	6.9	6.0	4.9
Austria	5.0	4.7	5.3	5.6	5.7	6.0	5.5
Portugal	9.9	7.3	12.7	14.1	12.6	11.2	9.0
Slovenia	7.1	6.1	8.2	9.7	9.0	8.0	6.8
Slovakia	14.3	16.0	12.3	13.2	11.5	9.7	8.1
Finland	8.5	8.5	8.4	8.7	9.4	8.8	8.6
Euro area	9.5	8.6	10.6	11.6	10.9	10.0	9.1
Bulgaria	11.1	12.4	9.8	11.4	9.2	7.6	6.3
Czech Republic	6.7	7.4	5.9	6.1	5.1	4.0	2.9
Denmark	5.6	4.5	6.7	6.5	6.2	6.2	5.7
Croatia	13.5	13.1	14.0	17.2	16.1	13.4	11.1
Hungary	7.5	6.6	8.6	7.7	6.8	5.1	4.2
Poland	12.1	15.5	8.4	9.0	7.5	6.2	4.9
Romania	6.9	7.2	6.6	6.8	6.8	5.9	4.9
Sweden	7.1	6.5	7.7	7.9	7.4	6.9	6.7
United Kingdom	6.0	5.2	6.9	6.1	5.3	4.8	.
European Union	9.0	8.5	9.5	10.2	9.4	8.6	7.6
United States	6.0	5.0	7.1	6.2	5.3	4.9	4.4
Japan	4.3	4.6	4.0	3.6	3.4	3.1	2.8

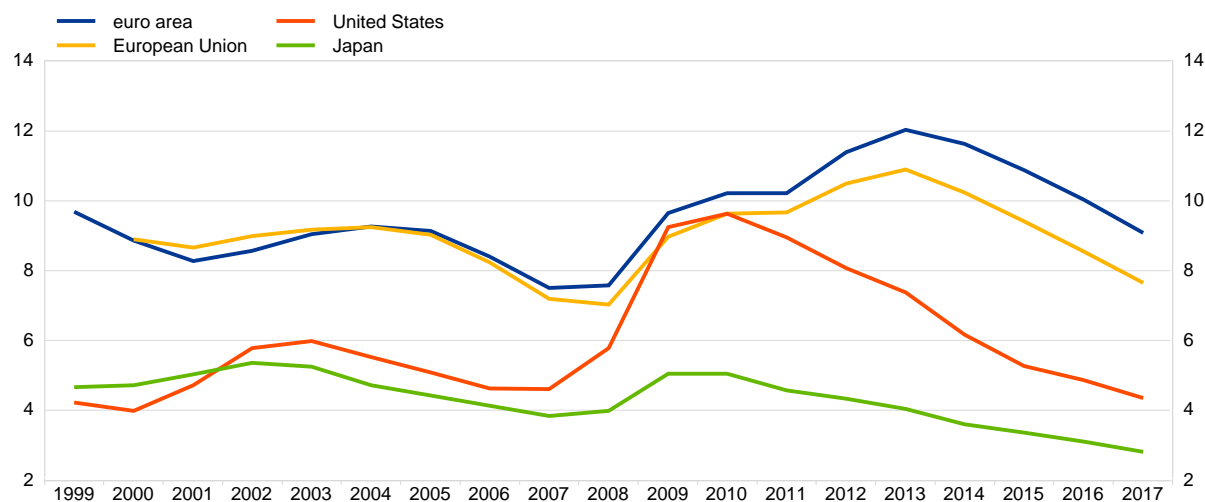
Source: Eurostat.

1) Data for Estonia, Cyprus, Malta, Bulgaria, Croatia and the European Union available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)



Source: Eurostat.

2 Economic activity

2.12 Household debt ¹⁾ (percentages of GDP)

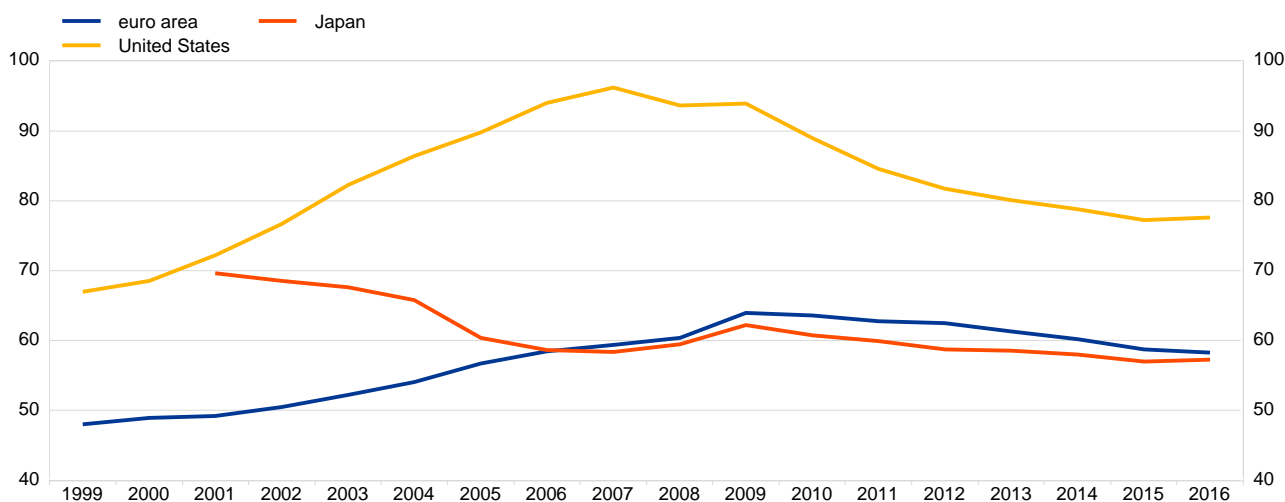
	1999-2016 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	48.5	42.5	56.1	56.4	58.5	59.2	59.5
Germany	62.4	67.3	56.2	55.4	54.1	53.3	53.1
Estonia	34.1	25.4	44.9	40.0	39.5	40.3	41.4
Ireland	80.0	72.1	89.9	93.0	81.2	56.4	52.2
Greece	43.1	28.3	61.5	65.1	63.1	62.2	60.7
Spain	68.1	61.4	76.4	77.1	72.7	67.6	64.1
France	46.4	39.4	55.1	55.7	55.8	56.2	57.2
Italy	35.6	29.7	42.9	43.5	42.7	41.9	41.5
Cyprus	100.6	82.4	123.2	127.7	130.1	127.7	121.2
Latvia	34.7	34.5	34.8	29.7	26.3	24.5	23.8
Lithuania	17.3	11.2	25.1	22.4	21.5	22.2	22.8
Luxembourg	50.2	43.8	58.1	58.1	58.4	60.1	62.4
Malta	54.2	48.3	57.9	59.2	56.7	54.5	53.2
Netherlands	106.7	100.1	114.9	114.5	112.4	110.3	108.3
Austria	50.1	48.3	52.2	51.2	51.0	50.9	51.3
Portugal	78.3	72.9	85.1	86.1	81.7	76.7	72.5
Slovenia	24.1	19.1	29.1	29.8	28.3	27.6	27.3
Slovakia	19.2	10.5	29.9	29.9	32.6	35.0	38.2
Finland	51.2	41.2	63.6	64.0	65.4	66.7	67.2
Euro area	57.2	53.8	61.4	61.3	60.2	58.8	58.2
Bulgaria	18.6	12.0	26.0	25.5	24.9	23.8	23.2
Czech Republic	21.3	14.3	30.1	31.5	30.4	30.2	31.1
Denmark	118.5	105.9	134.3	132.8	131.1	129.2	128.9
Croatia	34.4	29.0	39.8	40.3	40.1	38.5	35.3
Hungary	23.5	18.2	30.1	28.0	25.4	21.3	20.3
Poland	27.9	18.7	34.8	35.1	35.6	36.0	36.7
Romania	13.2	7.9	19.8	19.2	18.0	17.5	16.8
Sweden	67.4	56.6	80.8	82.3	83.3	83.6	85.1
United Kingdom	83.3	78.6	89.2	86.9	85.1	85.4	86.1
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	82.7	82.7	82.8	80.1	78.8	77.3	77.6
Japan	61.3	63.6	59.0	58.6	58.0	57.0	57.2

Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Defined as outstanding amounts of loans received by households and non-profit institutions serving households.

2) Data for the European Union are not available. Data for Bulgaria available since 2000; for Croatia and Slovenia since 2001; for Poland since 2003; for Latvia and Malta since 2004.

Chart 2.12 Household debt
(percentages of GDP)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

2 Economic activity

2.13 Household savings ratio

(percentages of adjusted disposable income¹⁾)

	1999-2016 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	14.8	16.0	13.4	12.5	12.3	11.9	11.2
Germany	16.4	16.1	16.7	16.2	16.8	17.0	17.1
Estonia	5.6	1.5	10.6	9.1	10.7	11.7	11.3
Ireland	7.8	6.8	9.0	9.1	7.3	6.8	6.7
Greece	3.1	6.7	-1.4	-4.7	-3.6	-5.4	-6.8
Spain	9.6	9.5	9.8	9.6	9.3	8.6	7.7
France	14.8	14.9	14.6	14.0	14.4	13.9	13.5
Italy	12.8	14.3	11.0	11.0	11.2	10.5	10.5
Cyprus	4.7	7.2	1.2	-3.3	-7.9	-5.7	.
Latvia	1.4	1.5	1.2	-3.8	-1.9	1.8	2.7
Lithuania	2.6	2.5	2.7	2.4	0.2	0.0	-0.5
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	12.5	11.6	13.6	14.1	14.5	13.1	13.1
Austria	14.9	15.8	13.7	12.7	12.4	12.5	13.4
Portugal	8.5	9.5	7.3	7.8	5.2	5.3	5.8
Slovenia	13.6	15.8	12.6	12.7	12.5	12.7	12.8
Slovakia	7.7	7.9	7.4	5.9	7.2	8.9	9.5
Finland	8.3	8.5	8.1	8.6	7.2	6.9	6.0
Euro area	13.1	13.4	12.7	12.5	12.7	12.4	12.1
Bulgaria	-6.7	-10.1	-2.5	-1.5	-4.5	-0.9	4.9
Czech Republic	11.5	11.3	11.8	10.9	11.8	12.0	11.2
Denmark	6.6	5.5	8.0	8.8	3.8	10.3	10.2
Croatia	10.3	7.8	12.5	11.3	13.2	14.2	14.0
Hungary	9.5	9.5	9.5	9.8	10.9	9.6	.
Poland	6.2	8.7	3.1	2.5	2.3	2.3	4.4
Romania	-1.5	-6.5	4.7	13.3	14.5	15.5	21.7
Sweden	12.9	9.8	16.7	17.5	18.9	17.6	18.8
United Kingdom	7.7	7.6	7.8	6.7	6.8	6.5	5.2
European Union	11.7	11.8	11.5	11.2	11.0	10.9	10.8
United States	8.0	7.2	9.1	8.2	8.9	9.3	8.2
Japan	10.8	12.1	8.8	6.9	6.0	7.0	.

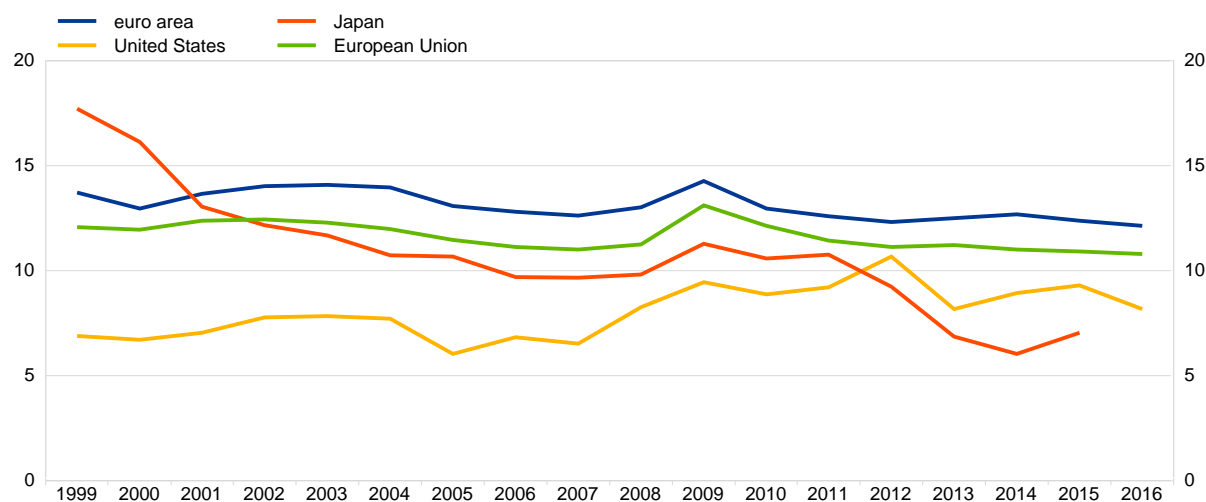
Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Disposable income adjusted for the change in the net equity of households in pension fund reserves.

2) Data for Luxembourg and Malta are not available. Data for Croatia since 2002; for Lithuania since 2004; and for Slovenia since 2005.

Chart 2.13 Household savings

(percentages of adjusted disposable income)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

2 Economic activity

2.14 Non-financial corporations' debt ¹⁾ (percentages of GDP)

	1999-2016 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	130.3	114.2	150.3	149.6	149.5	154.8	166.2
Germany	64.4	65.8	62.6	63.7	61.1	60.8	61.1
Estonia	84.0	79.0	90.4	87.1	90.5	87.1	85.2
Ireland	156.9	108.1	217.9	202.7	219.6	267.7	246.4
Greece	55.4	47.5	65.2	63.7	64.8	63.9	63.9
Spain	106.0	94.4	120.6	120.1	113.9	107.3	101.8
France	109.7	101.1	120.5	118.8	124.7	127.2	131.5
Italy	77.6	70.5	86.4	87.5	85.9	82.3	80.0
Cyprus	202.4	193.9	213.0	214.4	225.0	228.2	225.6
Latvia	77.9	66.6	84.9	79.3	76.8	77.5	73.2
Lithuania	43.8	45.6	42.7	39.8	36.6	37.0	40.5
Luxembourg	237.5	170.3	321.4	317.9	327.2	359.3	348.5
Malta	143.3	124.5	155.0	155.5	154.1	143.7	141.9
Netherlands	120.6	119.0	122.6	120.9	121.8	125.7	123.0
Austria	92.7	90.5	95.4	98.5	94.9	94.5	94.0
Portugal	113.6	101.3	128.9	137.2	128.8	121.2	114.6
Slovenia	79.6	71.8	84.5	88.6	79.0	67.9	60.8
Slovakia	48.0	45.4	51.3	50.1	52.6	51.7	55.0
Finland	100.0	89.7	112.8	113.1	118.1	124.3	114.2
Euro area	96.9	88.8	106.0	105.0	106.7	108.4	107.7
Bulgaria	87.4	68.8	108.4	112.5	108.8	96.6	91.4
Czech Republic	52.5	48.0	58.2	66.1	63.0	59.2	56.5
Denmark	86.4	80.5	93.8	94.0	90.7	90.0	91.9
Croatia	81.6	63.6	99.5	102.8	100.8	99.7	95.0
Hungary	72.1	61.8	85.0	83.2	82.6	78.2	72.3
Poland	38.9	33.0	43.4	43.6	46.1	47.4	49.6
Romania	48.8	44.5	54.2	48.6	45.1	43.9	40.4
Sweden	131.2	115.0	151.4	151.8	152.5	152.4	148.1
United Kingdom	117.8	116.4	119.6	110.6	118.8	111.9	119.7
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States ³⁾	66.4	64.8	68.5	67.4	68.5	70.3	72.1
Japan ⁴⁾	110.6	110.6	110.6	108.2	107.3	105.0	106.7

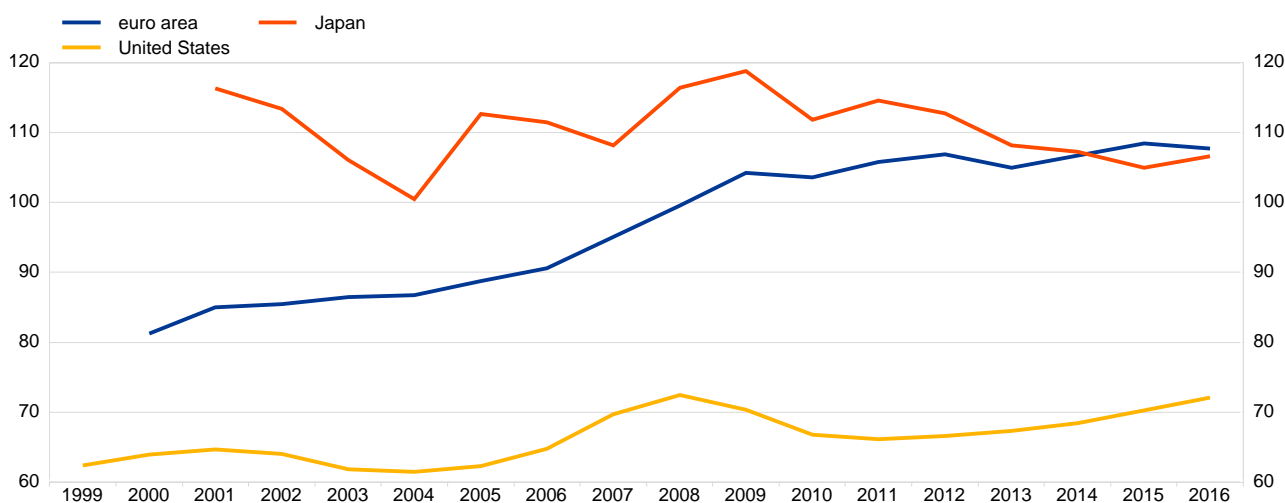
Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Defined as outstanding amounts of loans taken, debt securities issued and pension scheme liabilities.

2) Data for the European Union are not available. Data for Bulgaria since 2000; for Croatia since 2001; for Poland since 2003; and for Latvia, Lithuania, Malta and Slovenia since 2004.

3) Figures for the United States do not include inter-company loans and pension scheme liabilities.

Chart 2.14 Non-financial corporations' debt
(percentages of GDP)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

3 Prices and costs

3.1 HICP

(annual percentage changes)

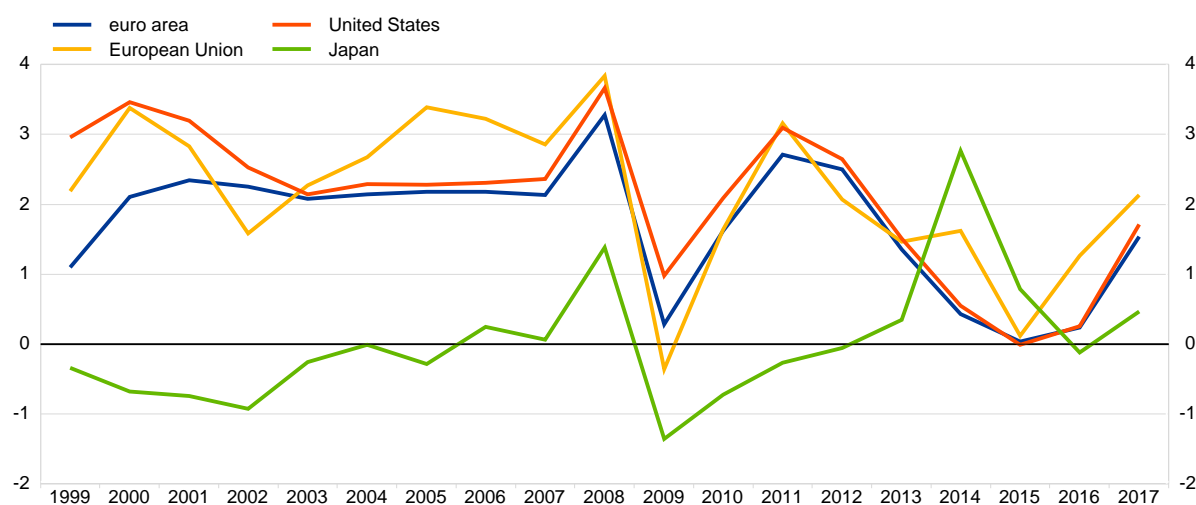
	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.9	2.2	1.6	0.5	0.6	1.8	2.2
Germany	1.4	1.7	1.2	0.8	0.1	0.4	1.7
Estonia	3.5	4.6	2.3	0.5	0.1	0.8	3.7
Ireland	1.8	3.4	0.1	0.3	0.0	-0.2	0.3
Greece	2.1	3.3	0.9	-1.4	-1.1	0.0	1.1
Spain	2.2	3.2	1.1	-0.2	-0.6	-0.3	2.0
France	1.5	1.9	1.1	0.6	0.1	0.3	1.2
Italy	1.9	2.4	1.3	0.2	0.1	-0.1	1.3
Cyprus	1.8	2.7	0.8	-0.3	-1.5	-1.2	0.7
Latvia	3.6	5.6	1.4	0.7	0.2	0.1	2.9
Lithuania	2.4	2.7	2.0	0.2	-0.7	0.7	3.7
Luxembourg	2.2	2.8	1.6	0.7	0.1	0.0	2.1
Malta	2.1	2.6	1.6	0.8	1.2	0.9	1.3
Netherlands	1.9	2.4	1.3	0.3	0.2	0.1	1.3
Austria	1.8	1.9	1.8	1.5	0.8	1.0	2.2
Portugal	2.0	2.9	1.1	-0.2	0.5	0.6	1.6
Slovenia	3.4	5.5	1.2	0.4	-0.8	-0.2	1.6
Slovakia	3.8	6.2	1.3	-0.1	-0.3	-0.5	1.4
Finland	1.7	1.8	1.6	1.2	-0.2	0.4	0.8
Euro area	1.7	2.2	1.2	0.4	0.0	0.2	1.5
Bulgaria	4.0	6.7	1.0	-1.6	-1.1	-1.3	1.2
Czech Republic	2.1	2.7	1.4	0.4	0.3	0.6	2.4
Denmark	1.7	2.1	1.2	0.4	0.2	0.0	1.1
Croatia	2.4	3.4	1.3	0.2	-0.3	-0.6	1.3
Hungary	4.7	6.7	2.5	0.0	0.1	0.4	2.4
Poland	2.9	3.9	1.7	0.1	-0.7	-0.2	1.6
Romania	11.3	19.5	2.8	1.4	-0.4	-1.1	1.1
Sweden	1.5	1.7	1.2	0.2	0.7	1.1	1.9
United Kingdom	2.0	1.8	2.2	1.5	0.0	0.7	2.7
European Union	2.1	2.7	1.4	0.5	0.0	0.3	1.7
United States ⁽¹⁾	2.2	2.8	1.5	1.6	0.1	1.3	2.1
Japan ⁽¹⁾	0.0	-0.2	0.2	2.8	0.8	-0.1	0.5

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data refer to the consumer price index.

Chart 3.1 HICP¹⁾

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States and Japan refer to the consumer price index.

3 Prices and costs

3.2 HICP excluding food and energy (annual percentage changes)

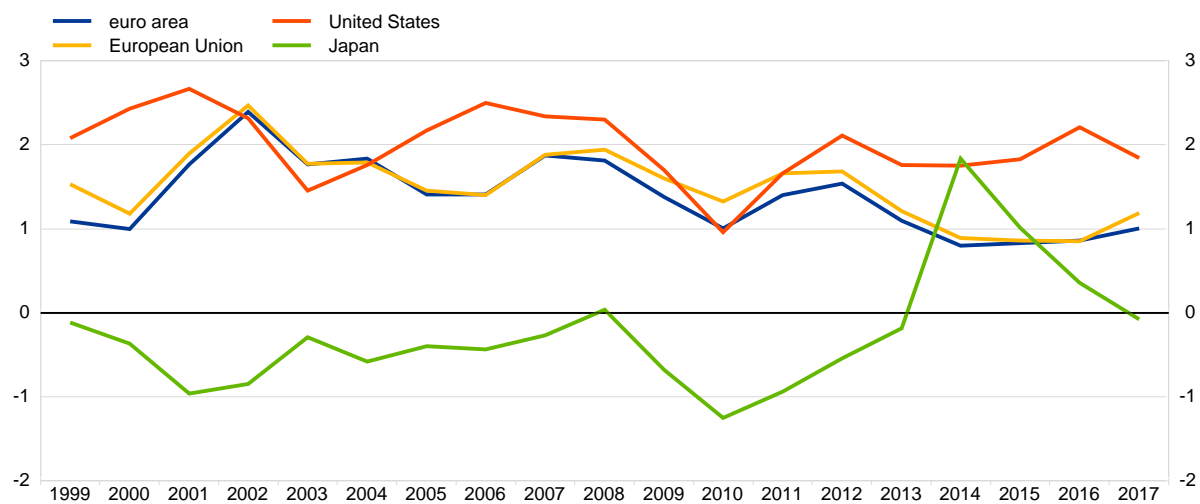
	1999-2017 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.6	1.5	1.6	1.5	1.6	1.8	1.5
Germany	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.3
Estonia	2.8	3.8	1.6	1.3	1.2	1.2	2.0
Ireland	1.6	3.0	0.0	0.7	1.6	0.7	0.2
Greece	1.6	2.9	0.2	-1.5	-0.4	0.6	0.3
Spain	1.8	2.7	0.8	-0.1	0.3	0.7	1.2
France	1.2	1.4	0.9	1.0	0.6	0.6	0.6
Italy	1.7	2.1	1.3	0.7	0.7	0.5	0.8
Cyprus	0.9	1.3	0.5	0.1	-0.4	-0.8	0.4
Latvia	2.5	4.3	0.5	1.7	1.5	1.2	1.7
Lithuania	1.5	1.7	1.2	0.7	1.9	1.7	2.6
Luxembourg	1.8	1.9	1.7	1.3	1.7	1.0	1.4
Malta	1.6	2.1	1.1	1.5	1.5	1.0	0.9
Netherlands	1.6	1.9	1.3	0.6	0.9	0.6	0.8
Austria	1.7	1.5	1.9	1.7	1.7	1.6	2.1
Portugal	1.8	2.7	0.8	0.2	0.6	0.9	1.2
Slovenia	2.8	4.9	0.5	0.6	0.3	0.7	0.7
Slovakia	3.3	5.1	1.3	0.5	0.5	0.9	1.4
Finland	1.5	1.5	1.5	1.6	0.8	1.1	0.6
Euro area	1.4	1.6	1.1	0.8	0.8	0.9	1.0
Bulgaria	3.6	6.5	0.4	-1.6	-0.6	-1.0	-0.5
Czech Republic	1.3	1.9	0.7	0.5	0.7	1.2	1.9
Denmark	1.5	1.8	1.1	0.6	1.2	0.5	0.7
Croatia	1.4	3.2	0.8	0.5	0.8	0.2	1.0
Hungary	3.1	4.3	2.3	1.4	1.7	1.5	1.4
Poland	2.4	3.5	1.1	0.2	0.5	0.2	0.7
Romania	5.4	9.3	2.5	2.3	1.6	0.0	0.2
Sweden	1.1	1.1	1.0	0.4	0.9	1.2	1.4
United Kingdom	1.5	1.1	1.9	1.6	1.0	1.2	2.3
European Union	1.5	1.7	1.3	0.9	0.9	0.9	1.2
United States ⁽²⁾	2.0	2.4	1.8	1.7	1.8	2.2	1.8
Japan ⁽²⁾	-0.3	-0.2	-0.1	1.8	1.0	0.4	-0.1

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Slovenia and Czech Republic available since 2001; for Hungary and Romania since 2002; and for Croatia since 2006.

2) Data refer to the consumer price index.

Chart 3.2 HICP excluding food and energy ¹⁾
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States and Japan refer to the consumer price index.

3 Prices and costs

3.3 GDP deflator

(annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.7	1.9	1.4	0.7	1.1	1.6	1.9
Germany	1.2	0.8	1.5	1.8	2.0	1.3	1.5
Estonia	4.6	6.5	2.5	1.5	1.2	1.6	4.0
Ireland	1.9	3.3	0.1	-0.4	7.3	0.0	.
Greece	1.6	3.2	-0.2	-1.8	-1.0	-1.0	0.7
Spain	2.0	3.6	0.3	-0.2	0.6	0.3	1.0
France	1.3	1.8	0.8	0.6	1.1	0.4	0.8
Italy	1.8	2.4	1.1	1.0	0.9	0.8	0.6
Cyprus	1.9	3.4	0.3	-1.6	-1.2	-0.7	1.5
Latvia	4.3	7.8	0.6	1.8	0.0	0.3	3.0
Lithuania	2.5	3.3	1.6	1.0	0.3	1.0	4.3
Luxembourg	2.7	3.2	1.9	1.6	1.3	-1.3	.
Malta	2.4	2.5	2.4	2.3	2.4	1.5	2.3
Netherlands	1.7	2.5	0.7	0.1	0.8	0.6	0.9
Austria	1.7	1.6	1.7	2.0	2.3	1.1	1.5
Portugal	2.1	3.2	1.0	0.8	2.0	1.5	1.4
Slovenia	3.1	4.9	1.1	0.8	1.0	0.9	2.0
Slovakia	2.6	4.6	0.4	-0.2	-0.2	-0.4	1.3
Finland	1.6	1.5	1.7	1.7	1.9	0.8	0.9
Euro area	1.6	2.0	1.0	0.9	1.4	0.8	1.1
Bulgaria	4.1	6.0	2.0	0.5	2.2	2.2	1.2
Czech Republic	1.8	2.4	1.1	2.5	1.2	1.2	1.3
Denmark	1.9	2.5	1.2	1.0	0.7	0.0	1.6
Croatia	2.6	4.1	1.0	0.1	0.0	-0.1	1.2
Hungary	4.7	6.4	2.8	3.4	1.9	1.0	3.7
Poland	2.6	3.5	1.7	0.5	0.8	0.4	2.0
Romania	13.8	24.0	3.4	1.7	2.6	2.1	5.0
Sweden	1.7	1.8	1.6	1.8	2.1	1.6	2.1
United Kingdom	1.9	2.2	1.6	1.7	0.5	2.0	2.1
European Union	1.5	2.0	0.9	1.7	3.0	-1.2	0.4
United States	1.9	2.3	1.5	1.8	1.1	1.3	1.8
Japan	-0.7	-1.2	-0.2	1.7	2.1	0.3	-0.2

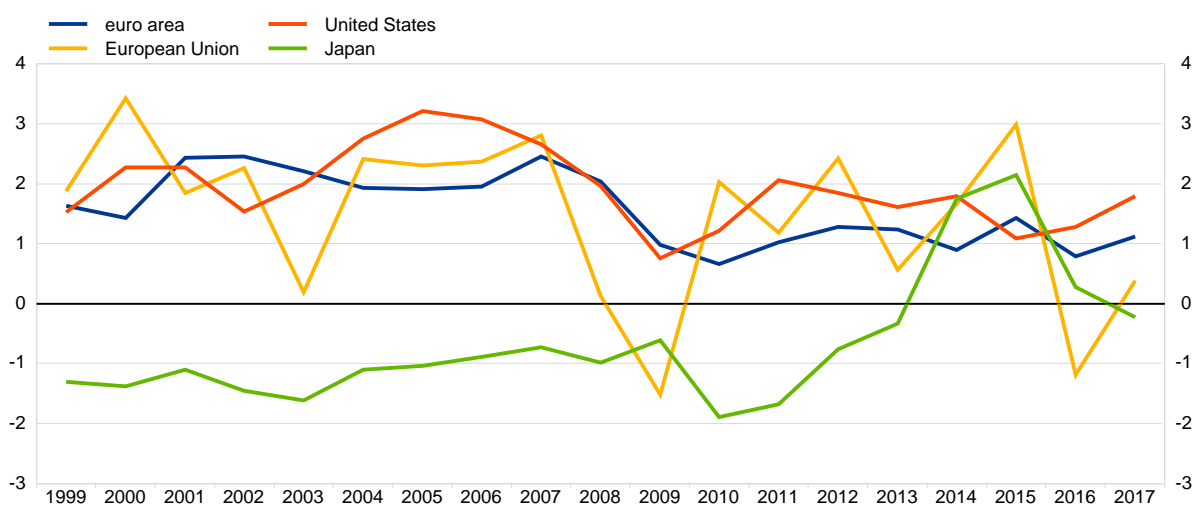
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 3.3 GDP deflator

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

3 Prices and costs

3.4 Industrial producer prices

(annual percentage changes; domestic sales only)

	1999-2017 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	2.0	3.1	0.8	-4.6	-4.2	-1.8	8.9
Germany	1.4	2.4	0.2	-0.9	-1.8	-1.7	2.6
Estonia	2.9	4.7	1.6	-2.3	-2.8	-2.1	3.3
Ireland	1.4	4.0	0.5	-0.3	-4.4	-2.8	3.4
Greece	2.3	4.2	0.3	-0.8	-5.8	-5.4	4.2
Spain	2.2	3.3	1.0	-1.3	-2.1	-3.1	4.4
France	1.3	2.4	0.2	-1.3	-2.2	-2.3	2.4
Italy	1.5	3.1	0.0	-1.8	-3.4	-2.2	2.6
Cyprus	2.4	4.8	0.4	-3.1	-5.7	-3.7	2.7
Latvia	4.3	8.4	1.2	0.1	-1.4	-3.3	2.2
Lithuania	2.4	4.8	-0.3	-5.1	-9.2	-3.2	3.6
Luxembourg	2.2	5.1	-1.0	-4.8	-0.5	-2.5	-1.9
Malta	3.7	5.2	2.4	-1.1	-3.2	-0.4	0.7
Netherlands	2.2	4.6	-0.5	-1.7	-4.4	-2.5	4.4
Austria	1.1	1.8	0.3	-1.4	-2.1	-2.5	1.9
Portugal	2.2	3.6	0.6	-1.5	-4.2	-1.8	3.7
Slovenia	2.5	4.3	0.6	-1.0	-0.5	-1.4	1.3
Slovakia	2.2	5.3	-1.0	-3.7	-4.3	-4.4	2.6
Finland	1.7	2.6	0.7	-0.9	-2.2	-1.5	2.7
Euro area	1.6	2.7	0.3	-1.5	-2.8	-2.3	3.1
Bulgaria	3.9	6.2	1.5	-0.9	-1.7	-2.8	4.2
Czech Republic	1.4	2.6	0.1	-0.8	-3.2	-3.3	1.8
Denmark	2.8	5.0	0.5	-2.3	-6.5	-1.5	3.3
Croatia	2.1	3.1	0.9	-2.7	-3.8	-3.9	2.1
Hungary	4.7	7.4	1.7	-2.1	-3.1	-3.1	4.6
Poland	2.6	3.5	1.8	-1.4	-2.4	0.0	4.8
Romania	9.3	18.0	2.2	0.2	-1.8	-2.6	3.1
Sweden	1.9	3.1	0.6	0.1	-1.1	0.0	4.1
United Kingdom	2.8	4.3	1.2	-2.3	-7.6	-0.3	6.3
European Union	1.8	3.0	0.5	-1.6	-3.4	-1.9	3.6
United States ⁽²⁾	2.2	3.1	1.2	1.9	-3.3	-1.0	3.2
Japan ⁽³⁾	0.0	0.5	-0.5	3.2	-2.3	-3.5	2.3

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

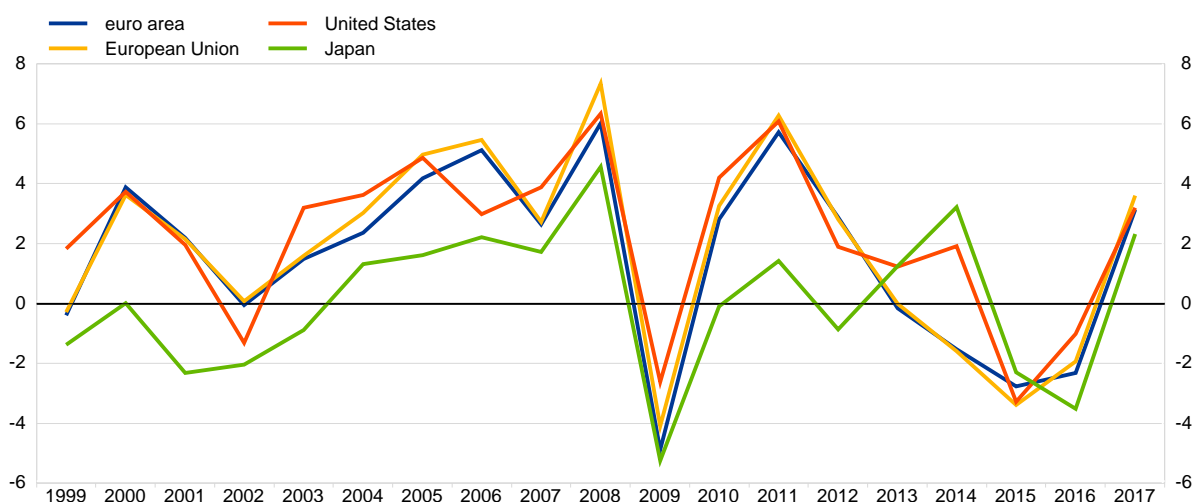
1) Data for Cyprus, Malta, Bulgaria, Poland and Romania available since 2001; for Latvia since 2002; for Estonia since 2003; and for Ireland since 2006.

2) Data refer to finished goods.

3) Data refer to the output price index in the manufacturing sector.

Chart 3.4 Industrial producer prices ¹⁾

(annual percentage changes; domestic sales only)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States refer to finished goods; data for Japan refer to the output price index in the manufacturing sector.

3 Prices and costs

3.5 Unit labour costs (annual percentage changes)

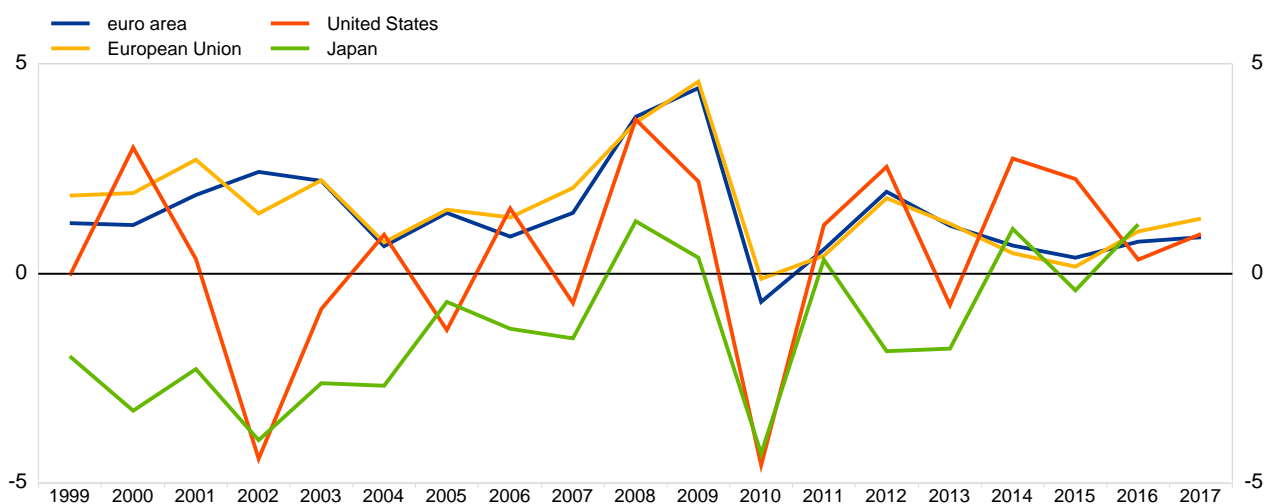
	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.5	1.8	1.3	0.0	-0.5	-0.1	1.4
Germany	1.0	0.2	2.0	1.7	1.8	1.6	1.9
Estonia	4.9	7.0	2.5	4.2	4.6	4.0	3.5
Ireland	-0.2	3.7	-4.8	-4.4	-16.6	-0.2	.
Greece	1.6	3.6	-0.6	-1.8	-1.3	-0.2	0.9
Spain	1.5	3.3	-0.4	-0.3	1.4	-0.7	-0.1
France	1.6	1.9	1.3	0.9	0.0	0.4	1.1
Italy	1.9	2.7	1.0	0.1	0.7	0.9	-0.2
Cyprus	1.6	3.2	-0.1	-4.0	-1.7	-0.8	0.2
Latvia	4.8	8.8	0.5	5.2	6.1	4.2	3.2
Lithuania	2.3	2.8	1.7	3.2	5.0	5.9	4.6
Luxembourg	2.7	3.3	2.0	-0.9	2.8	0.7	.
Malta	2.1	2.6	1.6	-1.2	-0.6	1.5	0.0
Netherlands	1.6	2.0	1.0	0.1	-1.6	0.4	.
Austria	1.4	1.0	1.9	2.0	1.6	2.1	0.4
Portugal	1.4	2.6	0.1	-1.3	0.0	2.1	1.7
Slovenia	3.0	4.6	1.2	-1.2	0.4	1.6	0.6
Slovakia	2.6	3.6	1.5	0.5	1.6	1.4	2.8
Finland	1.6	1.6	1.6	1.1	1.2	-0.6	-2.7
Euro area	1.4	1.7	1.1	0.7	0.4	0.8	0.9
Bulgaria	5.0	5.2	4.9	4.6	2.3	2.3	5.7
Czech Republic	2.2	2.8	1.5	0.4	-0.8	3.3	3.6
Denmark	1.9	2.7	1.0	0.7	1.3	0.9	0.9
Croatia	0.9	2.7	-0.7	-2.6	-0.7	-3.0	-1.7
Hungary	4.1	6.1	2.0	1.4	-2.4	4.4	5.8
Poland	1.0	0.8	1.2	0.6	-0.6	2.1	.
Romania	11.8	21.0	2.4	4.3	-3.3	4.1	10.3
Sweden	1.9	2.2	1.7	1.0	-0.3	1.3	2.0
United Kingdom	2.3	2.9	1.7	-0.1	0.4	2.7	2.2
European Union	1.6	1.9	1.2	0.5	0.2	1.0	1.3
United States	0.4	0.2	0.7	2.7	2.3	0.3	0.9
Japan	-1.4	-1.9	-0.7	1.1	-0.4	1.2	.

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2015 and 2009-2015.

Chart 3.5 Unit labour costs
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.

3 Prices and costs

3.6 Compensation per employee (annual percentage changes)

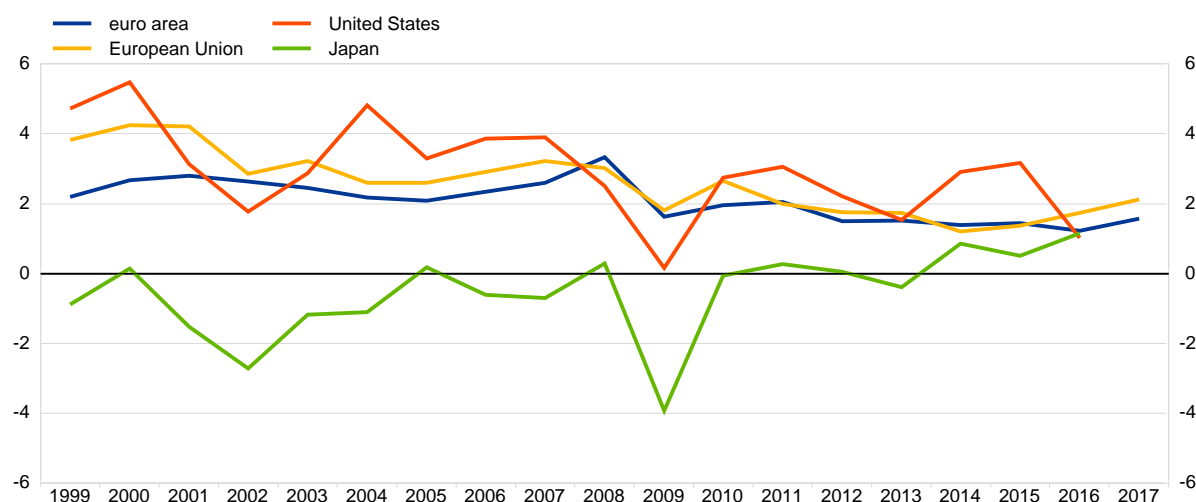
	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	2.3	2.9	1.6	0.9	0.0	0.1	1.7
Germany	1.7	1.2	2.2	2.8	2.7	2.2	2.6
Estonia	8.3	12.4	3.8	6.4	3.4	5.9	5.7
Ireland	3.3	5.7	0.3	1.8	2.1	2.0	.
Greece	2.1	6.0	-2.1	-2.0	-2.3	-0.9	0.1
Spain	2.2	3.5	0.8	0.1	2.2	0.0	0.4
France	2.3	2.8	1.7	1.4	0.9	0.9	1.9
Italy	1.6	2.6	0.6	0.2	1.0	0.4	0.2
Cyprus	2.3	4.5	0.0	-3.6	-1.2	-0.7	0.7
Latvia	9.2	15.1	3.0	8.6	7.7	6.8	7.9
Lithuania	6.7	9.6	3.5	4.7	5.8	6.2	9.1
Luxembourg	2.9	3.7	1.9	2.2	3.0	0.7	.
Malta	3.3	3.9	2.7	1.6	5.1	2.9	1.1
Netherlands	2.4	3.2	1.5	1.6	-0.3	1.5	.
Austria	2.1	2.3	2.0	1.9	2.1	2.4	1.6
Portugal	2.2	3.8	0.5	-1.8	0.4	2.1	1.1
Slovenia	4.9	7.9	1.7	1.3	1.4	2.8	2.8
Slovakia	5.7	8.3	3.0	1.8	3.5	2.3	4.1
Finland	2.5	3.3	1.6	1.0	1.4	1.3	-1.0
Euro area	2.1	2.5	1.6	1.4	1.4	1.2	1.6
Bulgaria	8.2	9.1	7.3	5.6	5.6	5.8	7.5
Czech Republic	4.7	6.5	2.6	2.6	3.0	4.6	6.4
Denmark	2.8	3.6	1.8	1.4	1.6	1.2	1.4
Croatia	2.4	5.4	-0.2	-5.2	0.4	-0.2	-1.1
Hungary	5.9	9.6	2.0	0.8	-1.5	4.0	7.9
Poland	3.8	3.5	4.0	2.2	1.7	4.4	.
Romania	17.3	29.6	5.1	6.7	1.9	10.1	15.0
Sweden	3.4	4.1	2.6	2.2	2.7	2.8	2.1
United Kingdom	3.3	4.4	2.1	0.5	1.1	3.3	2.9
European Union	2.6	3.3	1.8	1.2	1.4	1.7	2.1
United States	2.9	3.6	2.1	2.9	3.2	1.0	.
Japan	-0.5	-0.8	-0.2	0.8	0.5	1.2	.

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2015 and 2009-2015.

Chart 3.6 Compensation per employee
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

3 Prices and costs

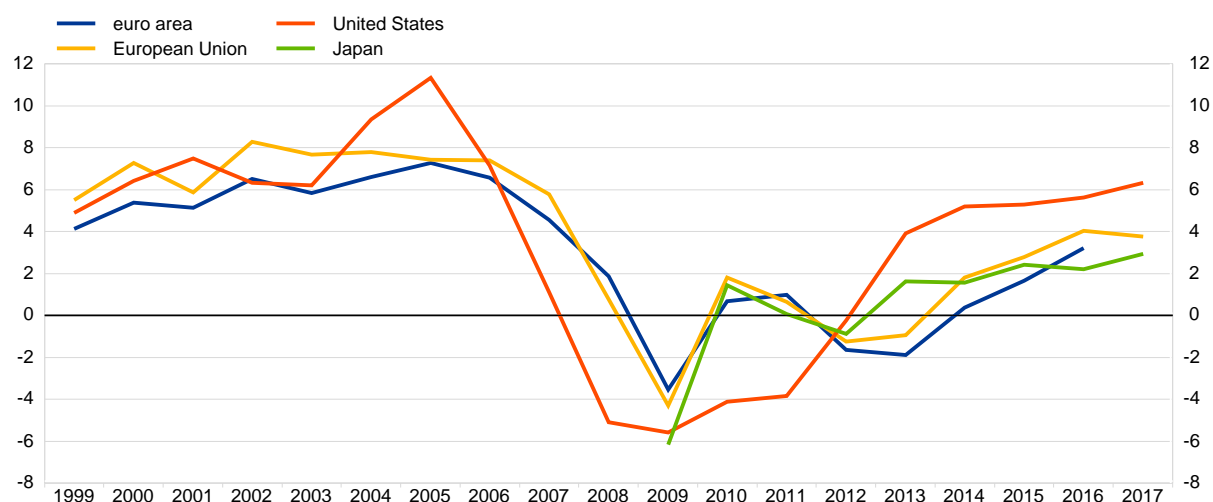
3.7 Residential property prices (annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	5.3	7.8	2.2	0.7	3.8	0.9	.
Germany	2.3	1.4	2.8	3.1	4.5	6.0	.
Estonia	5.4	17.7	1.1	13.7	6.9	4.7	.
Ireland	3.9	10.6	-4.0	17.2	10.7	7.5	.
Greece	1.5	8.6	-5.9	-7.5	-5.0	-2.4	-1.0
Spain	3.7	10.5	-4.2	0.3	3.6	4.7	.
France	4.9	9.3	0.1	-1.8	-1.9	0.9	3.2
Italy	2.0	5.6	-2.2	-4.4	-2.6	-0.8	.
Cyprus	3.5	15.3	-4.5	-8.8	-4.3	-1.4	.
Latvia	0.4	17.4	-3.5	6.0	-3.4	8.5	.
Lithuania	1.1	17.3	-2.6	6.4	3.7	5.4	.
Luxembourg	4.0	3.4	4.1	4.4	5.4	5.9	.
Malta	5.5	17.2	1.4	2.6	5.8	5.4	.
Netherlands	3.5	7.4	-0.6	0.9	2.8	5.0	7.6
Austria	3.1	1.0	5.5	3.4	4.2	7.3	3.8
Portugal	0.0	-	0.0	4.2	3.1	7.1	.
Slovenia	1.6	14.4	-2.8	-6.6	0.8	3.3	.
Slovakia	3.7	20.9	-2.1	-0.8	0.9	4.3	.
Finland	2.6	4.5	1.8	-0.4	0.0	0.6	.
Euro area	2.9	5.4	0.0	0.4	1.6	3.2	.
Bulgaria	2.7	22.7	-4.0	1.4	2.8	7.0	.
Czech Republic	0.8	-	0.8	2.5	4.0	7.2	.
Denmark	4.1	10.0	0.6	3.8	7.0	4.7	.
Croatia	-2.6	-	-2.6	-1.6	-2.9	0.9	.
Hungary	1.5	2.4	1.4	4.2	13.1	13.4	.
Poland	-0.6	-	-0.6	1.0	1.5	1.9	.
Romania	-2.8	-	-2.8	-2.1	2.9	6.0	.
Sweden	7.6	8.5	6.3	9.4	13.1	8.6	.
United Kingdom	6.2	9.5	2.3	8.0	6.0	7.0	4.8
European Union	3.7	6.4	0.5	1.8	2.8	4.0	.
United States	3.3	5.4	0.7	5.2	5.3	5.6	6.3
Japan	1.2	-	1.2	1.6	2.4	2.2	.

Sources: National sources and ECB.

1) Data for Cyprus and Denmark available since 2002; for Germany since 2003; for Estonia, Ireland, Spain, Malta, Finland and Bulgaria since 2005; for Latvia since 2006; for Luxembourg and Slovenia since 2007; for Portugal, the Czech Republic, Croatia and Japan since 2008; for Romania since 2009; and for Poland since 2010.
2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 3.7 Residential property prices
(annual percentage changes)



Sources: National sources and ECB.

4 Exchange rates and balance of payments

4.1 Effective exchange rates

(period averages; index: 1999 Q1=100)

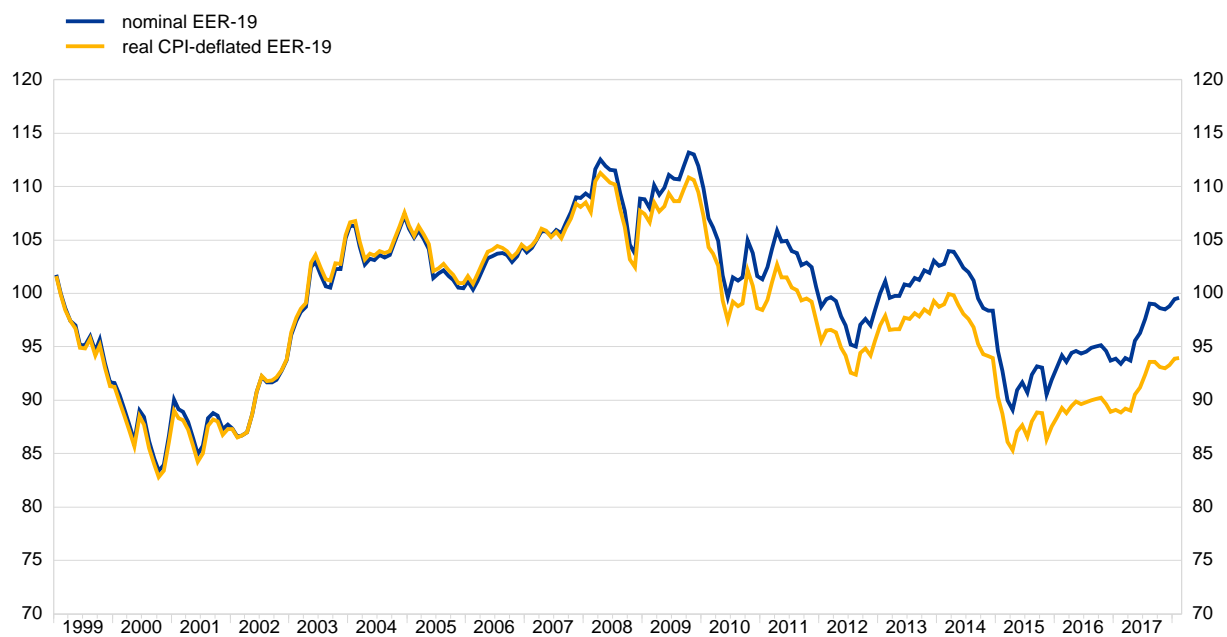
	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
EER-19							
Nominal	99.4	98.8	100.0	101.4	91.7	94.4	96.6
Real CPI	97.6	98.7	96.5	97.2	87.6	89.5	91.4
Real PPI	97.1	98.5	95.5	96.4	88.6	90.8	92.0
Real GDP deflator	94.4	96.8	91.4	90.9	82.8	84.9	
Real ULCM ⁽¹⁾	97.2	96.8	97.7	96.3	80.7	80.0	
Real ULCT	97.4	97.1	97.9	98.4	88.3	89.5	
EER-38							
Nominal	107.5	103.8	111.6	114.1	105.7	109.7	112.0
Real CPI	96.3	97.9	94.5	95.4	86.9	89.2	90.5

Source: ECB.

1) ULCM-deflated series are available only for the EER-18 trading partner group.

Chart 4.1 Effective exchange rates

(monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

4 Exchange rates and balance of payments

4.2 Bilateral exchange rates

(units of national currency per euro; period averages)

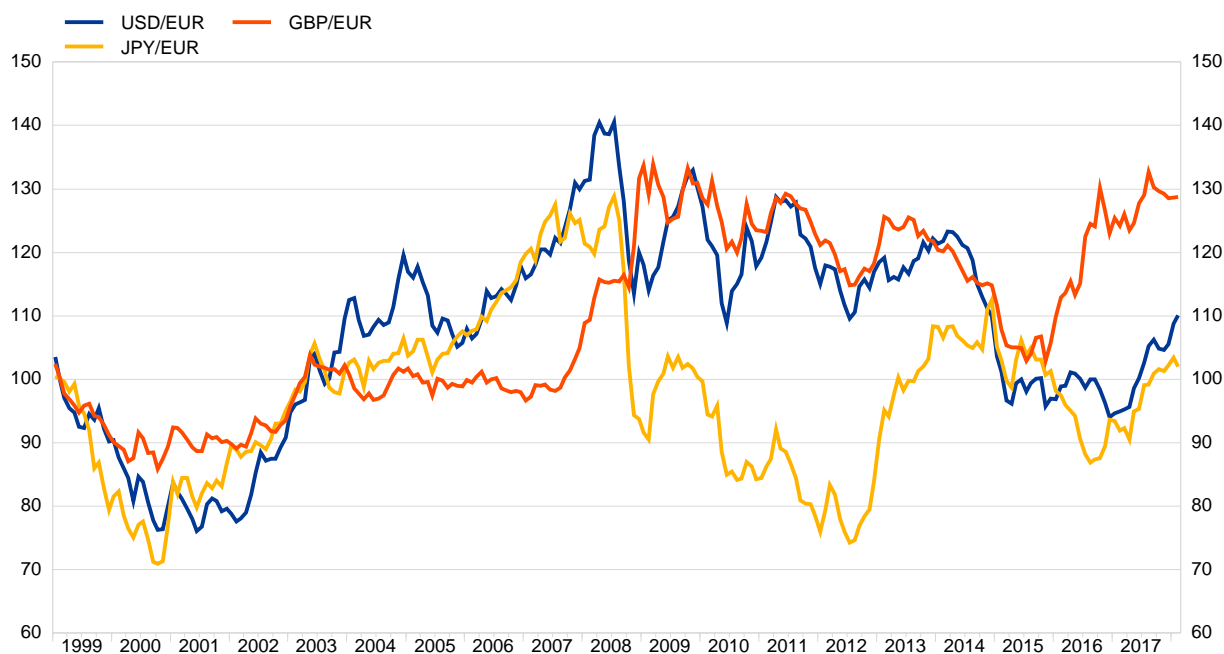
	1999-2017 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Chinese renminbi	8.803	9.468	8.212	8.186	6.973	7.352	7.629
Croatian kuna	7.451	7.406	7.490	7.634	7.614	7.533	7.464
Czech koruna	28.818	31.193	26.179	27.536	27.279	27.034	26.326
Danish krone	7.448	7.446	7.449	7.455	7.459	7.445	7.439
Hungarian forint	273.340	253.282	295.626	308.706	309.996	311.438	309.193
Japanese yen	127.407	130.952	123.468	140.306	134.314	120.197	126.711
Polish zloty	4.091	3.991	4.202	4.184	4.184	4.363	4.257
Pound sterling	0.750	0.674	0.834	0.806	0.726	0.819	0.877
Romanian leu	3.729	3.132	4.391	4.444	4.445	4.490	4.569
Swedish krona	9.232	9.132	9.344	9.099	9.353	9.469	9.635
Swiss franc	1.400	1.555	1.227	1.215	1.068	1.090	1.112
US dollar	1.208	1.155	1.267	1.329	1.110	1.107	1.130

Source: ECB.

1) Data for Chinese renminbi and Croatian kuna available since 2001.

Chart 4.2 Bilateral exchange rates

(monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

4 Exchange rates and balance of payments

4.3 Real effective exchange rates ¹⁾

(deflated by consumer price indices; period averages; index: 1999 Q1 = 100)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	99.7	99.2	100.1	100.6	96.2	98.7	100.2
Germany	92.7	95.2	95.2	90.6	85.7	87.1	87.9
Estonia	114.8	106.5	124.0	125.8	124.1	126.1	128.2
Ireland	107.8	108.9	106.6	106.2	98.2	99.5	99.7
Greece	100.3	99.3	101.5	99.9	94.8	95.8	96.3
Spain	106.0	104.8	107.3	107.9	102.4	103.3	104.7
France	95.9	97.6	94.1	94.4	89.9	91.1	91.4
Italy	99.5	100.2	98.7	99.6	94.6	95.6	96.1
Cyprus	104.3	104.1	104.6	105.6	99.6	99.7	99.9
Latvia	109.4	104.7	114.6	113.6	112.6	113.7	114.0
Lithuania	122.3	115.7	129.6	129.8	127.0	129.4	130.9
Luxembourg	106.0	104.4	107.8	109.1	104.4	105.1	106.3
Malta	105.7	105.1	106.5	107.0	101.7	103.9	104.9
Netherlands	101.0	102.5	99.2	100.3	94.6	95.6	96.3
Austria	96.4	97.0	95.6	96.8	94.0	95.6	96.6
Portugal	102.5	103.1	101.9	101.5	98.7	100.1	100.5
Slovenia	99.9	99.4	100.3	101.3	97.3	97.8	98.1
Slovakia	163.6	139.3	190.6	192.8	186.5	186.7	186.3
Finland	95.9	96.9	94.8	96.3	93.0	94.1	93.6
Euro area	96.3	97.9	94.5	95.4	86.9	89.2	90.5
Bulgaria	133.2	120.9	146.8	146.7	140.2	139.6	140.5
Czech Republic	133.1	122.4	145.0	137.8	134.0	137.7	143.5
Denmark	98.5	99.4	97.5	97.4	93.4	94.5	95.0
Croatia	104.4	103.5	105.5	104.3	101.1	102.4	103.5
Hungary	128.9	125.4	132.7	128.9	123.6	124.6	127.2
Poland	116.8	117.4	116.2	117.8	112.7	108.8	112.2
Romania	133.0	127.5	139.2	142.7	137.5	135.7	133.5
Sweden	92.8	95.3	90.1	91.2	85.5	86.4	85.7
United Kingdom	89.3	97.9	79.8	84.4	88.1	79.0	75.0
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	94.8	99.4	89.6	85.8	95.0	99.2	98.8
Japan	82.6	89.4	75.0	64.8	60.4	68.6	65.3

Source: ECB.

1) For the euro area as a whole, the real effective exchange rate of the euro vis-à-vis 38 trading partners is displayed.

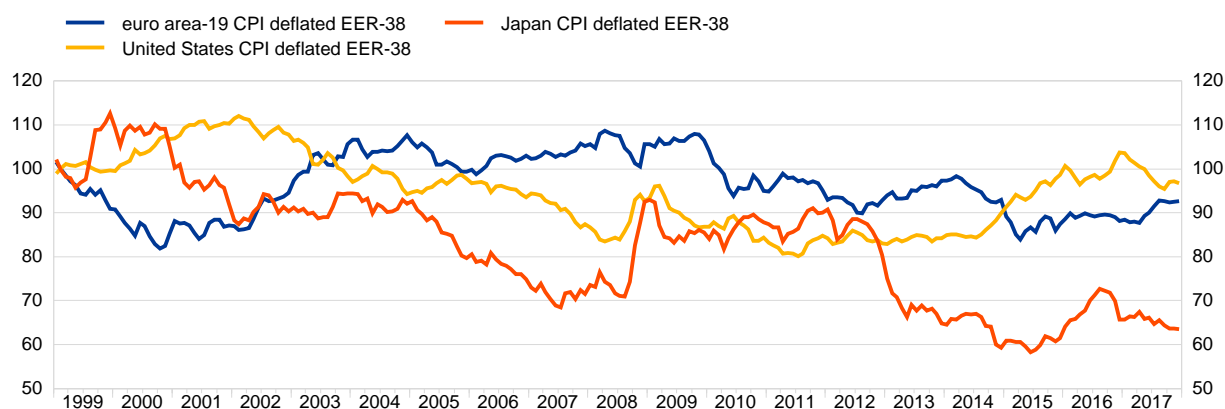
For individual euro area countries, indicators are calculated vis-à-vis these same trading partners plus other euro area countries.

For the non-euro area countries, the real effective exchange rate of the national currency vis-à-vis 38 trading partners (including the euro area) is displayed.

A positive change points to a decrease in price competitiveness.

Chart 4.3 Real effective exchange rates

(deflated by consumer price indices; monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

4 Exchange rates and balance of payments

4.4 Balance of payments: net current account

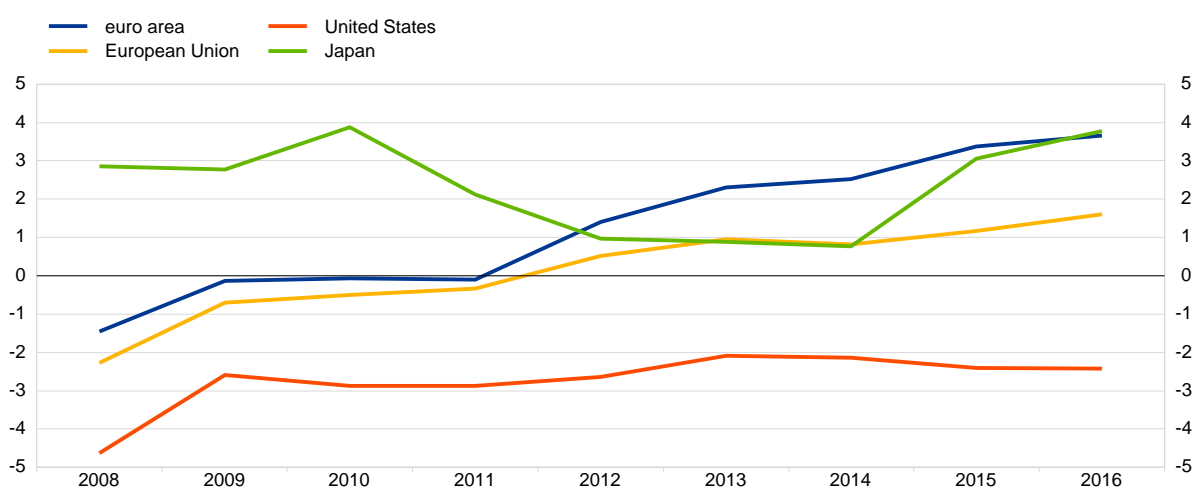
(chain-linked volumes; percentages of GDP; period averages; non-working day and non-seasonally adjusted)

	2008-2016	2008-2011	2012-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.9	-0.2	0.1
Germany	7.0	5.7	8.1	7.0	7.9	9.3	9.1
Estonia	0.0	-0.7	0.6	0.6	0.3	2.3	2.2
Ireland	0.0	-4.4	3.5	2.2	1.7	12.0	4.3
Greece	-6.3	-12.1	-1.7	-2.0	-1.6	-0.2	-1.0
Spain	-1.7	-5.1	1.1	1.5	1.1	1.1	1.9
France	-0.9	-0.9	-1.0	-0.9	-1.3	-0.5	-0.9
Italy	-0.4	-2.8	1.4	1.0	2.0	1.6	2.9
Cyprus	-6.7	-9.5	-4.4	-5.1	-4.4	-1.5	-4.9
Latvia	-1.7	-1.8	-1.6	-3.1	-2.0	-0.5	1.6
Lithuania	-2.2	-4.6	-0.3	0.9	3.5	-3.1	-1.3
Luxembourg	6.2	6.8	5.8	6.0	5.7	5.7	5.4
Malta	1.6	-3.0	5.3	2.8	9.6	5.0	7.3
Netherlands	8.2	6.5	9.5	10.2	8.9	9.0	8.8
Austria	2.5	2.9	2.1	2.1	2.7	2.1	2.4
Portugal	-4.2	-9.6	0.2	1.6	0.1	0.1	0.8
Slovenia	1.9	-1.4	4.6	4.5	6.0	4.6	5.5
Slovakia	-2.1	-4.9	0.2	1.9	1.2	-1.8	-1.5
Finland	-0.5	0.9	-1.6	-1.7	-1.4	-1.1	-1.6
Euro area	1.3	-0.4	2.7	2.3	2.5	3.4	3.7
Bulgaria	-2.7	-7.6	1.3	1.4	0.1	0.0	6.0
Czech Republic	-1.2	-2.5	-0.1	-0.5	0.2	0.2	1.1
Denmark	6.7	4.8	8.2	8.1	9.4	9.3	7.7
Croatia	-0.7	-3.9	1.9	0.9	1.9	4.4	2.5
Hungary	1.1	-1.7	3.3	3.8	1.5	3.4	6.2
Poland	-3.2	-5.3	-1.6	-1.3	-2.1	-0.6	-0.3
Romania	-4.1	-6.6	-2.1	-1.1	-0.7	-1.3	-2.3
Sweden	5.8	6.2	5.5	6.0	5.1	5.2	4.9
United Kingdom	-4.9	-3.6	-6.0	-6.0	-6.2	-6.6	-6.6
European Union	0.1	-1.0	1.0	0.9	0.8	1.2	1.6
United States	-2.7	-3.2	-2.3	-2.1	-2.1	-2.4	-2.4
Japan	2.3	2.9	1.9	0.9	0.8	3.1	3.8

Sources: ECB, national data from BIS databank (for the United States and Japan) and Eurostat.

Chart 4.4 Balance of payments: net current account

(percentages of GDP, non-working day and non-seasonally adjusted)



Sources: ECB, national data from BIS databank (for the United States and Japan) and Eurostat.

4 Exchange rates and balance of payments

4.5 Net international investment position

(chain-linked volumes; percentages of GDP; end-of-period averages)

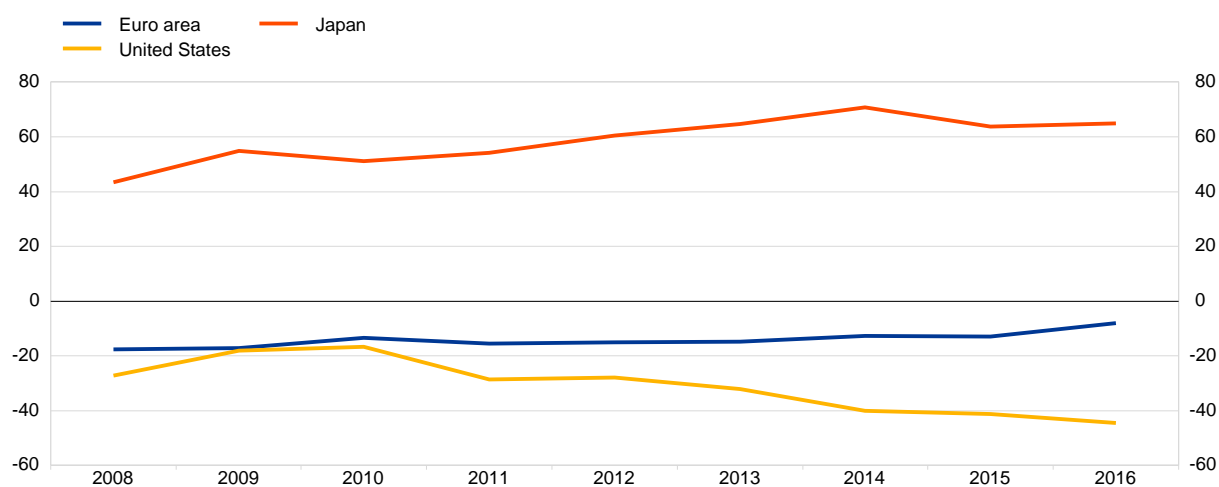
	2008-2016 ¹⁾	2008-2011 ¹⁾	2012-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	55.2	58.6	52.5	54.6	47.7	50.5	55.6
Germany	34.8	22.9	44.3	36.1	43.5	52.8	59.8
Estonia	-59.6	-70.3	-51.0	-56.3	-53.5	-46.0	-43.6
Ireland	-147.2	-119.4	-169.5	-135.2	-164.8	-214.2	-193.5
Greece	-109.0	-87.2	-126.5	-127.9	-127.0	-129.7	-131.4
Spain	-90.3	-88.5	-91.8	-95.7	-98.1	-90.5	-84.9
France	-14.0	-11.6	-15.9	-17.1	-16.2	-16.4	-16.5
Italy	-20.2	-20.5	-20.0	-23.6	-22.3	-20.9	-10.5
Cyprus	-124.0	-104.9	-139.4	-142.5	-148.7	-145.0	-126.7
Latvia	-77.5	-82.4	-73.6	-75.2	-76.0	-73.4	-67.9
Lithuania	-53.1	-55.4	-51.2	-51.5	-49.9	-48.5	-48.3
Luxembourg	24.8	-0.6	45.2	56.3	35.5	42.4	38.6
Malta	26.5	8.7	40.8	28.7	47.1	56.6	51.2
Netherlands	29.2	6.3	47.5	32.0	50.2	57.3	70.7
Austria	-1.2	-5.5	2.2	1.4	3.6	2.8	6.3
Portugal	-109.7	-101.4	-116.4	-118.1	-120.3	-117.0	-110.8
Slovenia	-44.8	-43.8	-45.6	-48.7	-47.6	-41.8	-39.1
Slovakia	-63.8	-62.5	-64.8	-64.5	-65.7	-66.7	-64.1
Finland	3.8	7.7	0.7	4.2	-3.5	-6.8	-2.7
Euro area	-14.1	-16.0	-12.7	-14.8	-12.8	-12.9	-7.9
Bulgaria	-70.8	-68.6	-72.6	-78.4	-80.7	-67.1	-52.7
Czech Republic	-38.6	-42.2	-35.8	-39.3	-35.2	-32.9	-24.9
Denmark	28.0	9.2	43.1	38.7	45.5	36.2	58.0
Croatia	-83.2	-84.9	-81.8	-88.0	-84.6	-76.0	-70.2
Hungary	-89.5	-103.8	-78.1	-83.9	-78.8	-67.7	-66.9
Poland	-61.9	-57.2	-65.7	-70.2	-68.8	-62.4	-59.3
Romania	-61.1	-59.3	-62.5	-66.4	-61.7	-59.7	-55.5
Sweden	-4.5	-7.0	-2.5	-14.0	1.2	5.2	11.5
United Kingdom	-14.7	-6.7	-21.2	-20.1	-26.3	-23.2	-4.8
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	-30.8	-22.7	-37.2	-32.2	-40.1	-41.4	-44.7
Japan	58.7	50.9	64.9	64.7	70.7	63.8	64.8

Sources: ECB and national data from BIS databank (for the United States and Japan).

1) Data for Bulgaria available since 2010.

Chart 4.5 Net international investment position

(percentages of GDP)



Sources: ECB and national data from BIS databank (for the United States and Japan).

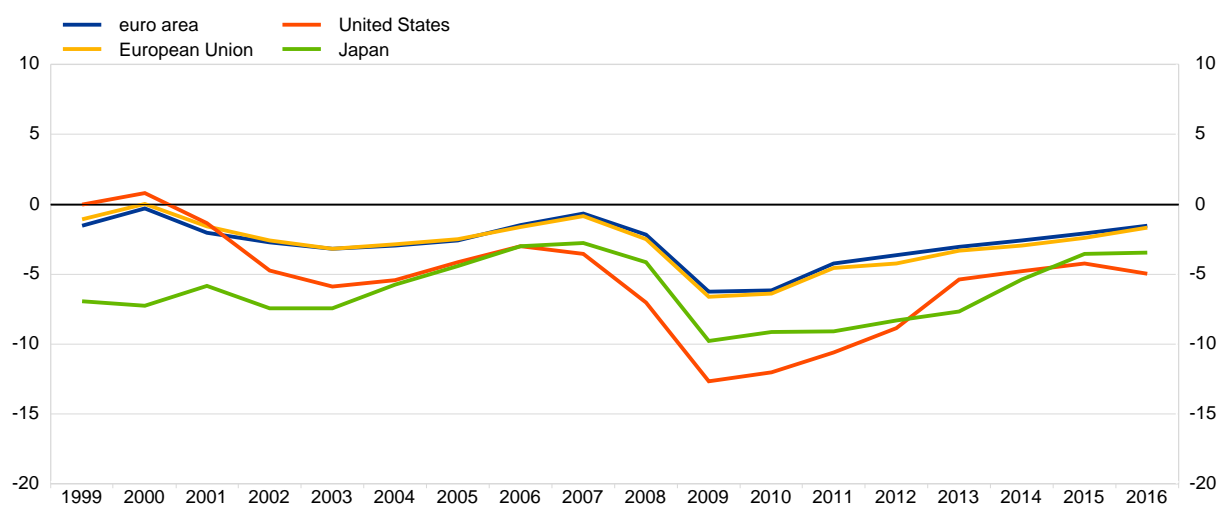
5 Fiscal developments

5.1 General government balance (percentages of GDP)

	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	-1.9	-0.6	-3.6	-3.1	-3.1	-2.5	-2.5
Germany	-1.5	-2.1	-0.9	-0.1	0.3	0.6	0.8
Estonia	0.3	0.6	-0.1	-0.2	0.7	0.1	-0.3
Ireland	-4.0	0.7	-9.9	-6.1	-3.6	-1.9	-0.7
Greece	-7.5	-6.7	-8.4	-13.2	-3.6	-5.7	0.5
Spain	-3.7	-0.3	-7.9	-7.0	-6.0	-5.3	-4.5
France	-3.6	-2.6	-4.9	-4.1	-3.9	-3.6	-3.4
Italy	-3.1	-2.9	-3.4	-2.9	-3.0	-2.6	-2.5
Cyprus	-3.2	-2.1	-4.5	-5.1	-8.8	-1.2	0.5
Latvia	-2.5	-1.9	-3.3	-1.0	-1.2	-1.2	0.0
Lithuania	-2.8	-1.9	-3.9	-2.6	-0.6	-0.2	0.3
Luxembourg	1.7	2.6	0.6	1.0	1.3	1.4	1.6
Malta	-3.6	-4.9	-2.0	-2.4	-1.8	-1.1	1.1
Netherlands	-1.6	-0.5	-3.1	-2.4	-2.3	-2.1	0.4
Austria	-2.4	-2.2	-2.7	-2.0	-2.7	-1.0	-1.6
Portugal	-5.3	-4.2	-6.6	-4.8	-7.2	-4.4	-2.0
Slovenia	-3.8	-2.2	-5.9	-14.7	-5.3	-2.9	-1.9
Slovakia	-4.7	-5.0	-4.3	-2.7	-2.7	-2.7	-2.2
Finland	1.1	3.8	-2.3	-2.6	-3.2	-2.7	-1.7
Euro area	-2.7	-2.0	-3.7	-3.0	-2.6	-2.1	-1.5
Bulgaria	-0.6	0.6	-2.1	-0.4	-5.5	-1.6	0.0
Czech Republic	-3.1	-3.6	-2.4	-1.2	-1.9	-0.6	0.7
Denmark	0.6	2.4	-1.7	-1.2	1.1	-1.8	-0.6
Croatia	-4.4	-3.7	-5.0	-5.3	-5.1	-3.3	-0.9
Hungary	-4.8	-6.0	-3.3	-2.6	-2.7	-2.0	-1.9
Poland	-4.2	-3.9	-4.5	-4.1	-3.6	-2.6	-2.5
Romania	-3.4	-2.8	-4.1	-2.1	-1.4	-0.8	-3.0
Sweden	0.5	1.2	-0.4	-1.4	-1.6	0.2	1.1
United Kingdom	-4.0	-1.9	-6.6	-5.4	-5.5	-4.3	-2.9
European Union	-2.8	-1.9	-4.0	-3.3	-3.0	-2.4	-1.7
United States	-5.4	-3.4	-7.9	-5.4	-4.8	-4.2	-4.9
Japan	-6.2	-5.5	-7.0	-7.6	-5.4	-3.6	-3.4

Sources: ESCB and OECD.
1) Data for Croatia available since 2002.

Chart 5.1 General government balance
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

5 Fiscal developments

5.2 Primary general government balance ¹⁾ (percentages of GDP)

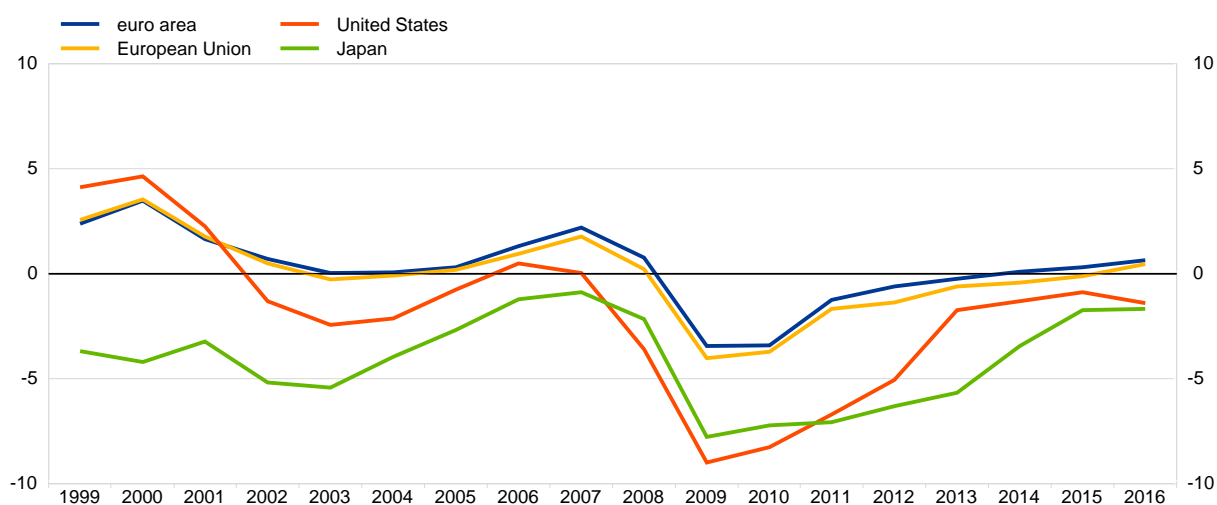
	1999-2016 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.5	4.7	-0.2	0.2	0.2	0.6	0.4
Germany	1.0	0.8	1.2	1.8	2.1	2.2	2.1
Estonia	0.4	0.8	0.0	-0.1	0.8	0.2	-0.2
Ireland	-1.8	2.1	-6.7	-1.8	0.3	0.7	1.6
Greece	-2.3	-1.3	-3.7	-9.1	0.4	-2.1	3.7
Spain	-1.2	2.0	-5.2	-3.5	-2.5	-2.2	-1.7
France	-1.1	0.1	-2.6	-1.9	-1.8	-1.6	-1.5
Italy	1.8	2.4	1.1	1.9	1.6	1.5	1.5
Cyprus	-0.3	0.9	-1.8	-1.8	-5.9	1.7	3.0
Latvia	-1.5	-1.2	-1.8	0.5	0.2	0.1	1.1
Lithuania	-1.4	-0.8	-2.3	-0.9	1.0	1.3	1.6
Luxembourg	2.1	2.9	1.0	1.5	1.8	1.7	1.9
Malta	-0.3	-1.1	0.9	0.4	1.0	1.3	3.2
Netherlands	0.5	2.1	-1.6	-0.9	-0.8	-0.8	1.4
Austria	0.6	1.1	-0.1	0.7	-0.2	1.3	0.5
Portugal	-1.8	-1.4	-2.4	0.0	-2.3	0.2	2.2
Slovenia	-1.8	-0.4	-3.5	-12.1	-2.1	0.3	1.2
Slovakia	-2.5	-2.4	-2.6	-0.8	-0.8	-1.0	-0.5
Finland	2.7	5.8	-1.1	-1.4	-2.0	-1.6	-0.7
Euro area	0.3	1.3	-1.0	-0.2	0.1	0.3	0.6
Bulgaria	1.0	2.9	-1.3	0.4	-4.6	-0.7	0.9
Czech Republic	-1.9	-2.6	-1.2	0.1	-0.6	0.4	1.7
Denmark	2.8	5.0	0.0	0.4	2.5	-0.2	0.7
Croatia	-1.9	-1.8	-2.0	-2.1	-1.7	0.2	2.3
Hungary	-0.5	-1.6	0.8	1.9	1.2	1.5	1.3
Poland	-1.7	-1.2	-2.2	-1.6	-1.6	-0.9	-0.8
Romania	-1.5	-0.7	-2.5	-0.4	0.3	0.9	-1.5
Sweden	2.1	3.5	0.4	-0.6	-0.9	0.6	1.6
United Kingdom	-1.7	0.1	-4.0	-2.6	-2.8	-1.9	-0.5
European Union	0.0	1.1	-1.4	-0.6	-0.4	-0.1	0.4
United States	-1.8	0.1	-4.3	-1.7	-1.3	-0.9	-1.4
Japan	-4.1	-3.3	-5.1	-5.7	-3.5	-1.7	-1.7

Sources: ESCB and OECD.

1) General government balance excluding the interest expenditure.

2) Data for Croatia available since 2002.

Chart 5.2 Primary general government balance
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

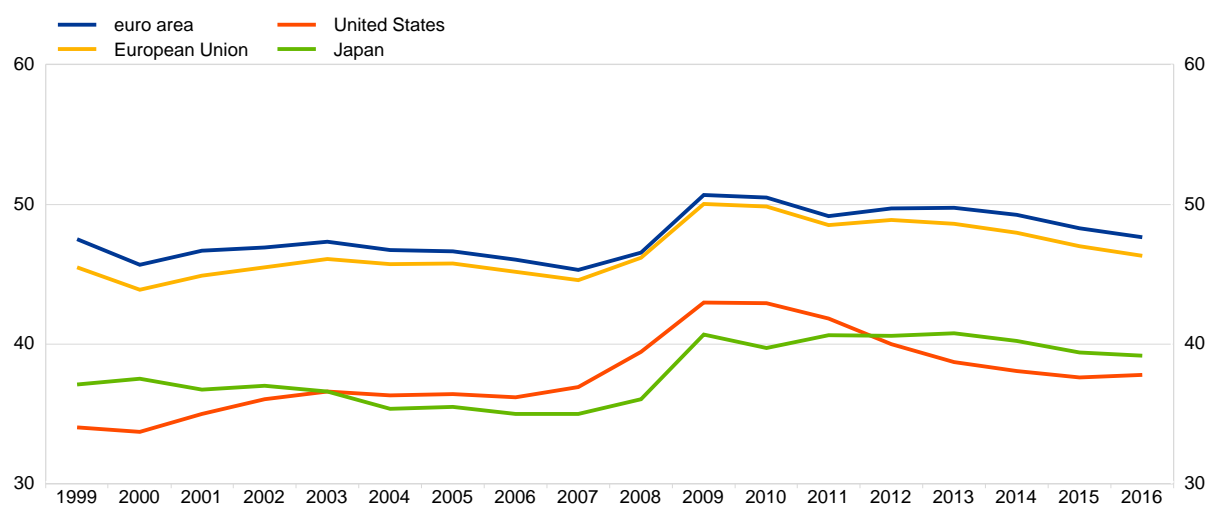
5 Fiscal developments

5.3 General government expenditure (percentages of GDP)

	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	51.8	49.6	54.5	55.8	55.2	53.8	53.2
Germany	45.5	45.8	45.1	44.7	44.3	43.9	44.2
Estonia	37.8	35.9	40.1	38.5	38.4	40.2	40.6
Ireland	37.5	34.2	41.8	40.2	37.5	28.8	27.1
Greece	49.9	46.7	54.0	62.2	50.2	53.8	49.7
Spain	41.8	39.0	45.2	45.6	44.8	43.8	42.2
France	54.2	52.3	56.7	57.1	57.1	56.7	56.4
Italy	48.5	47.1	50.3	51.1	50.9	50.2	49.4
Cyprus	39.3	37.2	41.9	41.6	48.2	40.2	38.3
Latvia	37.6	35.8	40.0	37.6	38.2	38.4	37.3
Lithuania	37.0	36.2	38.1	35.5	34.6	34.9	34.2
Luxembourg	41.6	40.5	43.1	43.3	41.8	41.5	42.1
Malta	41.6	42.1	40.9	42.0	41.3	40.1	37.1
Netherlands	44.6	43.2	46.4	46.3	46.2	44.9	43.4
Austria	51.4	51.1	51.8	51.6	52.3	51.0	50.7
Portugal	46.8	44.6	49.4	49.9	51.8	48.2	45.0
Slovenia	47.2	45.1	49.7	59.5	49.6	47.7	45.1
Slovakia	42.0	41.9	42.2	41.4	42.0	45.2	41.5
Finland	51.9	48.6	56.1	57.5	58.1	56.9	55.8
Euro area	47.8	46.5	49.4	49.8	49.2	48.3	47.6
Bulgaria	37.9	38.3	37.4	37.6	42.1	40.7	35.0
Czech Republic	42.7	42.7	42.6	42.6	42.2	41.7	39.4
Denmark	53.8	52.1	55.9	55.8	55.3	54.8	53.5
Croatia	46.9	46.0	47.6	47.7	48.0	47.6	47.2
Hungary	49.1	49.1	49.1	49.3	49.5	50.2	46.7
Poland	43.8	44.3	43.2	42.6	42.3	41.6	41.2
Romania	36.5	36.0	37.2	35.4	34.9	35.7	34.0
Sweden	51.8	52.6	50.9	52.0	51.1	49.6	49.5
United Kingdom	41.7	39.2	44.8	44.2	43.2	42.4	41.5
European Union	46.7	45.3	48.4	48.6	48.0	47.0	46.3
United States	37.8	36.1	40.0	38.7	38.1	37.6	37.8
Japan	38.0	36.2	40.2	40.8	40.2	39.4	39.2

Sources: ESCB and OECD.
1) Data for Croatia available since 2002.

Chart 5.3 General government expenditure
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

5 Fiscal developments

5.4 General government debt ¹⁾ (percentages of GDP)

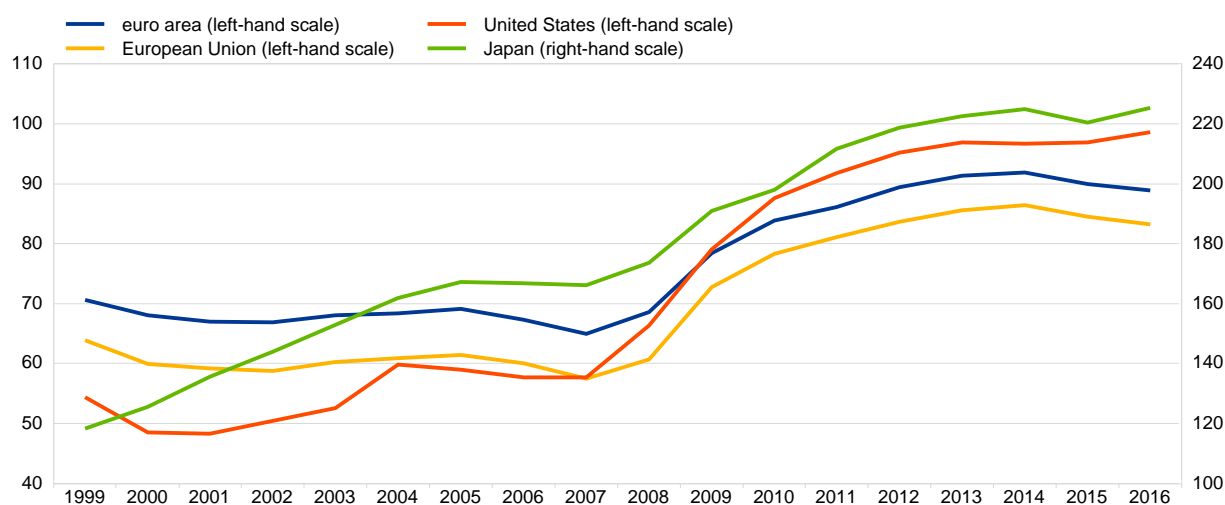
	1999-2016 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	101.6	99.8	103.8	105.5	106.8	106.0	105.7
Germany	68.3	62.6	75.4	77.4	74.6	70.9	68.1
Estonia	6.6	5.0	8.7	10.2	10.7	10.0	9.4
Ireland	59.6	32.2	93.9	119.4	104.5	76.9	72.8
Greece	131.4	104.7	164.8	177.4	179.0	176.8	180.8
Spain	63.1	47.3	82.8	95.5	100.4	99.4	99.0
France	74.8	63.1	89.4	92.4	95.0	95.8	96.5
Italy	112.3	102.9	124.0	129.0	131.8	131.5	132.0
Cyprus	69.6	57.3	85.0	102.6	107.5	107.5	107.1
Latvia	25.0	12.6	40.4	38.9	40.8	36.8	40.5
Lithuania	27.7	19.6	37.9	38.8	40.5	42.6	40.1
Luxembourg	13.6	7.9	20.7	23.7	22.7	22.0	20.8
Malta	65.1	65.2	65.0	68.4	63.8	58.7	56.2
Netherlands	55.8	49.8	63.3	67.8	68.0	64.6	61.8
Austria	73.4	66.4	82.3	81.0	83.8	84.3	83.6
Portugal	85.8	60.8	117.0	129.0	130.6	128.8	130.1
Slovenia	41.0	25.3	60.6	70.4	80.3	82.6	78.5
Slovakia	43.3	39.4	48.2	54.7	53.5	52.3	51.8
Finland	46.3	39.8	54.3	56.5	60.2	63.6	63.1
Euro area	76.6	67.9	87.5	91.3	91.8	89.9	88.9
Bulgaria	32.2	42.0	20.0	17.0	27.0	26.0	29.0
Czech Republic	31.6	24.9	39.9	44.9	42.2	40.0	36.8
Denmark	42.5	42.7	42.4	44.0	44.0	39.5	37.7
Croatia	56.7	38.9	72.3	81.7	85.8	85.4	82.9
Hungary	67.2	59.5	76.8	76.0	75.2	74.7	73.9
Poland	47.4	43.1	52.7	55.7	50.2	51.1	54.1
Romania	25.9	18.8	34.7	37.8	39.4	37.9	37.6
Sweden	45.1	48.4	41.1	40.8	45.5	44.2	42.2
United Kingdom	58.2	39.3	81.9	85.6	87.4	88.2	88.3
European Union	69.9	60.3	82.0	85.6	86.5	84.5	83.2
United States	72.1	55.5	92.8	96.9	96.7	96.9	98.6
Japan	179.1	151.2	214.1	222.5	225.0	220.5	225.3

Sources: ESCB and OECD.

1) Gross debt (includes currency, deposits, debt securities and loans). The data are consolidated between the sub-sectors of general government, except for Japan.

2) Data for Croatia available since 2002.

Chart 5.4 General government debt
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

Sigle

Paesi

BE	Belgio	HR	Croazia	PL	Polonia
BG	Bulgaria	IT	Italia	PT	Portogallo
CZ	Repubblica Ceca	CY	Cipro	RO	Romania
DK	Danimarca	LV	Lettonia	SI	Slovenia
DE	Germania	LT	Lituania	SK	Slovacchia
EE	Estonia	LU	Lussemburgo	FI	Finlandia
IE	Irlanda	HU	Ungheria	SE	Svezia
GR	Grecia	MT	Malta	UK	Regno Unito
ES	Spagna	NL	Paesi Bassi	US	Stati Uniti
FR	Francia	AT	Austria		

Secondo la consuetudine dell'Unione, gli Stati membri dell'UE sono elencati in questo Rapporto utilizzando l'ordine alfabetico dei nomi dei paesi nelle rispettive lingue nazionali.

Altre sigle

ABE	Autorità bancaria europea	GFSN	Rete di sicurezza finanziaria globale
ABSPP	Programma di acquisto di attività cartolarizzate	G-SIB	Banche di rilevanza sistemica globale
AEC II	Nuovi accordi europei di cambio	HFCN	Household Finance and Consumption Network
AEV	Autorità europee di vigilanza	IAPC	Indice armonizzato dei prezzi al consumo
AIF	Altro intermediario finanziario	IBAN	International Bank Account Number
ANC	Autorità nazionale competente	IFM	Istituzioni finanziarie monetarie
BCE	Banca centrale europea	IFRS	Standard internazionali di rendicontazione finanziaria
BCN	Banca centrale nazionale	IOSCO	Organizzazione internazionale delle commissioni per i valori mobiliari
BIRD	Dizionario per le segnalazioni integrate delle banche	IPU	Imprese madri intermedie
BVAR	Modello di autoregressione vettoriale bayesiano	ITS	Norme tecniche di attuazione
CAFP	Compagnie di assicurazione e fondi pensione	JPY	Yen giapponese
CBPP3	Terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite	LCBG	Grandi gruppi bancari complessi
CBVB	Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria	Libor	London interbank offered rate
CCP	Controparti centrali	LTV	Rapporto prestito/valore
CDS	Credit default swaps	MDA	Ammontare massimo distribuibile
CERS	Comitato europeo per il rischio sistemico	MEP	Membro del Parlamento europeo
CPMI	Comitato per i pagamenti e le infrastrutture di mercato	MIR	Tassi di interesse delle IFM
CSDB	Archivio centralizzato sui titoli	MoU	Protocollo d'intesa
CSPP	Programma di acquisto delle attività del settore societario	MPDB	Banca dati macroprudenziale
DLT	Tecnologia "distributed ledger"	MREL	Requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili
DSTI	Rapporto tra servizio del debito e reddito	MTFA	Meccanismo di sostegno finanziario a medio termine
ECMS	Sistema di gestione delle garanzie dell'Eurosistema	MVU	Meccanismo di vigilanza unico
ECON	Commissione parlamentare per i problemi economici e monetari	NPL	Crediti deteriorati
EFSF	Fondo europeo per la stabilità finanziaria	OCSE	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
EFSM	Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria	OICVM	Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari
EIOPA	Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali	OMRLT	Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine
EMIR	Regolamento sulle infrastrutture di mercato europeo	OPEC	Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio
EMMI	European Money Markets Institute	O-SII	Altri istituti a rilevanza sistemica
Eonia	Euro overnight index average	OTC	over-the-counter
ERF	Quadro di riferimento europeo per la segnalazione dei dati	PAA	Programma di acquisto di attività
ERMS	Servizi di gestione delle riserve offerti dall'Eurosistema	PDE	Procedura per i disavanzi eccessivi
ES2	Seconda serie di banconote in euro	PIL	Prodotto interno lordo
ESM	Meccanismo europeo di stabilità	PMI	Piccole e medie imprese
EUR	Euro	PPA	Parità di potere di acquisto
Euribor	Euro interbank offered rate	PSC	Patto di stabilità e crescita
FMI	Fondo monetario internazionale	PSD	Direttiva sui servizi di pagamento
FSAP	Programma di valutazione del settore finanziario	PSM	Procedura per gli squilibri macroeconomici
FSB	Financial Stability Board	PSP	Fornitori dei servizi di pagamento
G20	Gruppo dei 20	PSPP	Programma di acquisto di attività del settore pubblico
GBP	Sterlina britannica	Q&A	Domande e risposte
		RFA	Accordi finanziari regionali

RIAD	Anagrafe delle istituzioni finanziarie europee	SRT	Sistema di regolamento delle transazioni in titoli
RMP	Periodo di mantenimento delle riserve	SSE	Sistema statistico europeo
RTGS	Regolamento lordo in tempo reale	T2S	Target2-Securities
RTS	Norme tecniche di regolamentazione	TIC	Tecnologie dell'informazione e della comunicazione
SAFE	Indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento	TIPS	Servizio Target di regolamento istantaneo dei pagamenti
SCT Inst	Sistema di bonifico istantaneo SEPA	TLAC	Capacità complessiva di assorbimento delle perdite
CSD	Depositari centrali in titoli	TRIM	Analisi mirata dei modelli interni
SEAD	Sistema europeo di assicurazione dei depositi	UE	Unione europea
SEBC	Sistema europeo di banche centrali	UEM	Unione economica e monetaria
SEPA	Area unica dei pagamenti in euro	UMC	Unione dei mercati dei capitali
SEVIF	Sistema europeo di vigilanza finanziaria	USD	Dollaro statunitense
SVF	Società veicolo finanziarie	WDN	Wage Dynamics Network
SHSDB	Statistiche sulle disponibilità in titoli		
SIPS	Sistemi di pagamento di importanza sistemica		
SNF	Società non finanziaria		

Segni convenzionali nelle tavole

“-” dati inesistenti / non applicabili

“.” dati non ancora disponibili

© Banca centrale europea, 2018

Recapito postale 60640 Francoforte sul Meno, Germania
 Telefono +49 69 1344 0
 Sito Internet 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.

I dati contenuti in questo Rapporto sono aggiornati al 16 febbraio 2018. Le statistiche riportate nella Sezione statistica sono aggiornate al 16 marzo 2018.

ISSN	1725-2903 (html)	DOI	10.2866/581135 (html)
ISSN	1725-2903 (pdf)	DOI	10.2866/294094 (pdf)
ISBN	978-92-899-3020-8 (html)	Numero di catalogo UE	QB-AA-18-001-IT-Q (html)
ISBN	978-92-899-3022-2 (pdf)	Numero di catalogo UE	QB-AA-18-001-IT-N (pdf)