

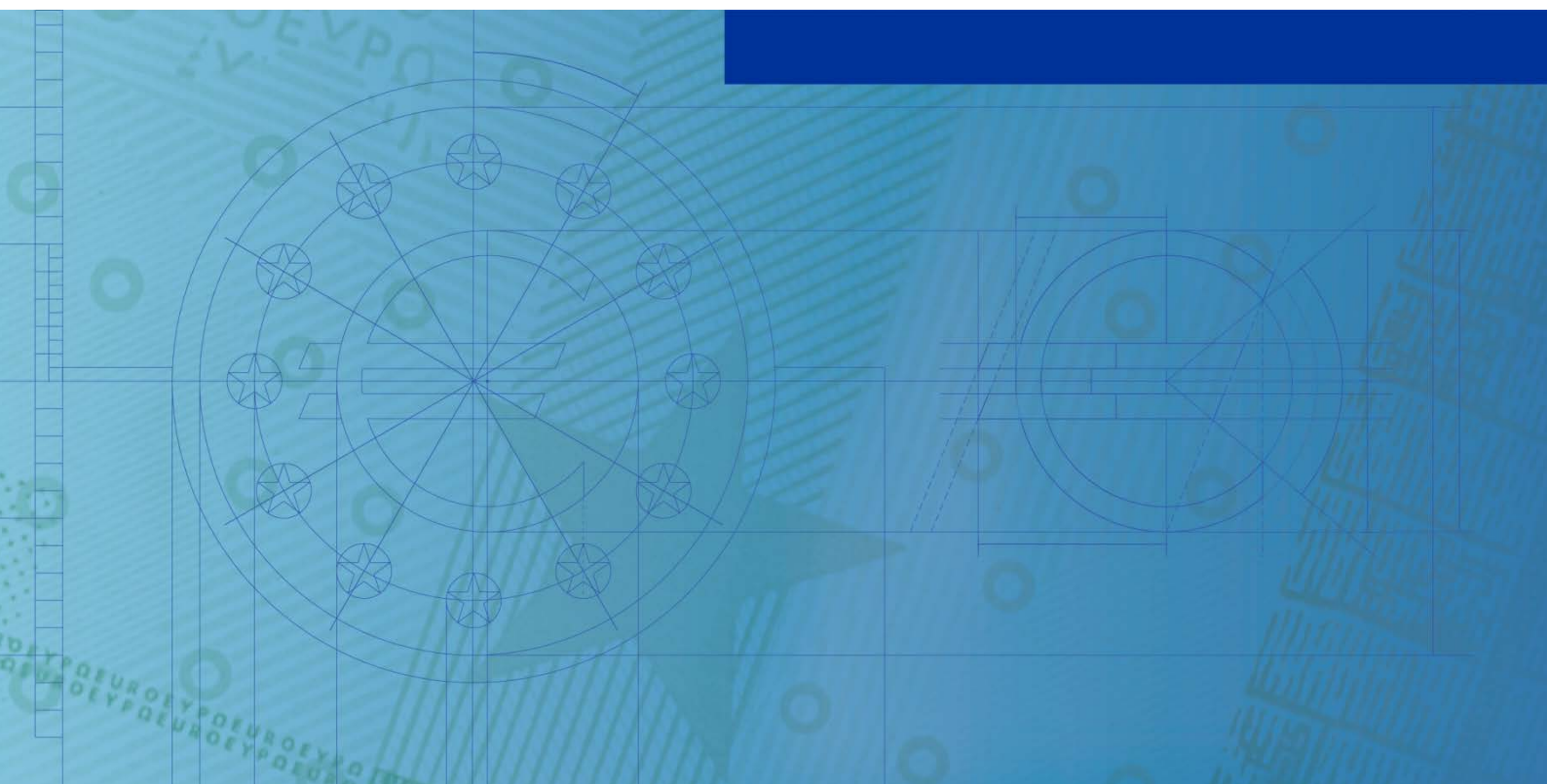


BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Rapporto annuale

2016



Indice

Prefazione	4
L'economia dell'area dell'euro, la politica monetaria della BCE e il settore finanziario europeo nel 2016	6
1 L'economia dell'area dell'euro	6
1.1 Il contesto macroeconomico mondiale	6
1.2 Andamenti finanziari	12
Riquadro 1 L'impatto dei bassi tassi di interesse sulle banche e la stabilità finanziaria	17
1.3 Una ripresa generalizzata	19
Riquadro 2 Fattori che sostengono la ripresa in atto	22
1.4 Andamenti dei prezzi e dei costi	26
Riquadro 3 Tendenze dell'inflazione di fondo: il ruolo della dinamica salariale	30
1.5 Gli andamenti monetari e creditizi	33
1.6 Politiche di bilancio e riforme strutturali	37
Riquadro 4 Priorità per le riforme dei mercati dei beni e servizi e del contesto per l'attività di impresa nell'area dell'euro	44
2 La politica monetaria a sostegno della ripresa dell'area dell'euro e dell'aumento dell'inflazione	46
2.1 La necessità di ulteriori misure di politica monetaria nel 2016	46
Riquadro 5 L'impatto distributivo della politica monetaria	52
2.2 La trasmissione della politica monetaria alle condizioni economiche e finanziarie	56
Riquadro 6 Dimensioni e composizione del bilancio dell'Eurosistema	61
3 Il settore finanziario europeo: cresce la capacità di tenuta in un contesto di bassa redditività	64
3.1 I rischi e le vulnerabilità presenti nel sistema finanziario dell'area dell'euro	64

Riquadro 7	Diversità dei modelli di business delle banche e adeguamento al contesto di bassi tassi di interesse	68
3.2	La funzione macroprudenziale della BCE	70
3.3	La funzione microprudenziale della BCE	73
3.4	Il contributo della BCE alle attività di regolamentazione	75
Riquadro 8	I crediti deteriorati nell'area dell'euro	78
Altri compiti e attività		81
1	Infrastrutture di mercato e pagamenti	81
1.1	Consolidamento di Target2 e T2S	81
1.2	I servizi di regolamento a supporto dei pagamenti instant	82
1.3	La futura infrastruttura di mercato dell'Eurosistema e la "distributed ledger technology"	83
1.4	Un'infrastruttura del mercato finanziario sicura	83
2	Servizi finanziari forniti ad altre istituzioni	84
2.1	La gestione delle operazioni di assunzione e concessione di prestiti	84
2.2	I servizi di gestione delle riserve offerti dall'Eurosistema	85
3	Le banconote e le monete	85
3.1	La circolazione delle banconote e delle monete	85
3.2	Una nuova banconota da 50 euro	87
3.3	Contraffazione delle banconote in euro	88
4	Statistiche	88
4.1	Statistiche nuove e più esaustive	89
4.2	Altri sviluppi in ambito statistico	90
5	La ricerca economica	91
5.1	Priorità e nuclei di ricerca della BCE	91
5.2	Le reti di ricerca dell'Eurosistema/SEBC	92
5.3	Conferenze e pubblicazioni	93
6	Attività e obblighi giuridici	94

6.1	Partecipazione della BCE a procedimenti giudiziari a livello dell'UE	94
6.2	Pareri della BCE e casi di inottemperanza	96
6.3	Sviluppi giuridici legati all'MVU	99
6.4	Conformità al divieto di finanziamento monetario e accesso privilegiato	99
7	Le relazioni internazionali ed europee	101
7.1	Le relazioni europee	101
7.2	Le relazioni internazionali	104
	Riquadro 9 Brexit – implicazioni e prospettive	107
8	L'attività di comunicazione esterna	108
	Allegati	111
1	L'assetto istituzionale	111
2	Comitati dell'Eurosistema/SEBC	121
3	Sviluppi organizzativi e delle risorse umane	122
	Bilancio	A1
	Stato patrimoniale consolidato dell'Eurosistema al 31 dicembre 2016	C1
	Sezione statistica	S1

Prefazione



Il 2016 è stato sotto molti aspetti un anno difficile, ma è stato anche caratterizzato da segni di progresso. Sebbene l'anno fosse iniziato in un clima di incertezza economica, quando si è concluso l'economia poggiava su basi mai così solide dall'inizio della crisi.

Tuttavia, mentre si attenuava l'incertezza economica, si intensificava l'incertezza politica. Abbiamo assistito a una serie di eventi geopolitici che influenzeranno il panorama delle nostre politiche negli anni a venire. Il Rapporto annuale 2016 descrive come la BCE ha navigato fra questi frangenti.

Il 2016 si è aperto fra i timori di un nuovo rallentamento dell'economia mondiale, che si riflettevano in un'accentuata volatilità dei mercati finanziari. Vi era il pericolo che il ritorno dell'inflazione verso il nostro obiettivo tardasse ulteriormente e, a fronte di un'inflazione già molto bassa, erano concreti i rischi di deflazione. Come già nel 2015, il Consiglio direttivo restava determinato a ricorrere a tutti gli strumenti nell'ambito del suo mandato per conseguire il proprio obiettivo.

In marzo abbiamo quindi introdotto una serie di nuove misure per espandere lo stimolo monetario, fra cui l'ulteriore riduzione dei nostri tassi di riferimento, l'incremento del programma di acquisto di attività da 60 miliardi a 80 miliardi di euro su base mensile, l'acquisto per la prima volta di titoli del settore societario e l'introduzione di nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine.

Come illustrato nel Rapporto, queste misure si sono dimostrate molto efficaci nel conseguire l'allentamento delle condizioni finanziarie, nel sostenere la ripresa e nel favorire, infine, un graduale aggiustamento dell'inflazione verso livelli prossimi al nostro obiettivo.

Poiché la nostra politica produceva risultati, in dicembre il programma di acquisto di attività è stato esteso di nove mesi per assicurare un supporto più prolungato alle condizioni di finanziamento e un ritorno durevole dell'inflazione verso valori prossimi ma inferiori al 2%. Il volume degli acquisti è stato tuttavia riportato al suo livello originario di 60 miliardi di euro su base mensile. Questa decisione derivava dai successi della nostra azione nella precedente parte dell'anno: una crescente fiducia nell'economia dell'area dell'euro e il dissolversi dei rischi di deflazione.

Tuttavia, oltre a questi benefici, la politica monetaria ha, come sempre, prodotto anche effetti collaterali, che nel 2016 sono stati spesso al centro dell'attenzione. Nel Rapporto di quest'anno affrontiamo alcuni aspetti e timori concernenti le conseguenze indesiderate della nostra azione.

Uno di questi riguarda gli effetti distributivi, soprattutto in termini di disparità. Illustriamo che, nel medio termine, la politica monetaria ha effetti distributivi positivi, poiché riduce la disoccupazione con un beneficio, principalmente, per le famiglie

meno agiate. L'inclusione nel mondo del lavoro costituisce, in effetti, uno dei più potenti motori per la riduzione delle disparità.

Un altro timore riguarda la redditività delle banche, delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione. Esaminiamo come le istituzioni finanziarie abbiano risentito del contesto di bassi tassi di interesse e il modo in cui hanno reagito. Evidenziamo che le capacità di adattamento delle banche dipendono dal loro modello imprenditoriale specifico.

Il Rapporto considera anche altre sfide che il settore finanziario ha dovuto affrontare nel 2016. In particolare analizziamo il problema dei crediti deteriorati, le misure da intraprendere per farvi fronte e gli ostacoli che restano da superare. Proponiamo anche un approfondimento concernente le nuove tecnologie e l'innovazione nel settore, le possibili ripercussioni sulla sua struttura e sul suo funzionamento e le implicazioni per le autorità di supervisione e di regolamentazione.

Un esame del 2016 non sarebbe comunque completo se non tenesse conto dei dirompenti cambiamenti politici avvenuti nel corso dell'anno, non ultima la decisione del Regno Unito di uscire dall'Unione europea. Il Rapporto contiene quindi una valutazione della Brexit dal punto di vista della BCE. In particolare, sottolineiamo l'importanza di preservare l'integrità del mercato unico e l'omogeneità delle norme che lo regolano e della loro esecuzione.

Nel 2017 è probabile che l'incertezza politica si protragga. Tuttavia, seguiamo a confidare che la ripresa economica prosegua, sospinta dalla nostra politica monetaria. Le azioni della BCE rispondono a un chiaro mandato: mantenere la stabilità dei prezzi. Questo ci ha guidati con successo attraverso il 2016 e continuerà a farlo nell'anno a venire.

Francoforte sul Meno, aprile 2017

Mario Draghi
Presidente

L'economia dell'area dell'euro, la politica monetaria della BCE e il settore finanziario europeo nel 2016

1 L'economia dell'area dell'euro

1.1 Il contesto macroeconomico mondiale

Nel 2016 l'economia dell'area dell'euro ha dovuto affrontare un contesto esterno impegnativo. La crescita nei paesi sia avanzati sia emergenti è stata modesta rispetto ai valori storici e si sono registrati episodi di acuita incertezza e picchi temporanei di volatilità nei mercati finanziari, in particolare dopo il referendum britannico sull'appartenenza all'Unione europea (UE) in giugno e le elezioni presidenziali negli Stati Uniti in novembre. L'inflazione su scala internazionale si è mantenuta su livelli moderati per il graduale venir meno degli effetti esercitati dai precedenti ribassi del petrolio e il margine ancora ampio di capacità produttiva mondiale inutilizzata.

La crescita economica mondiale è rimasta modesta

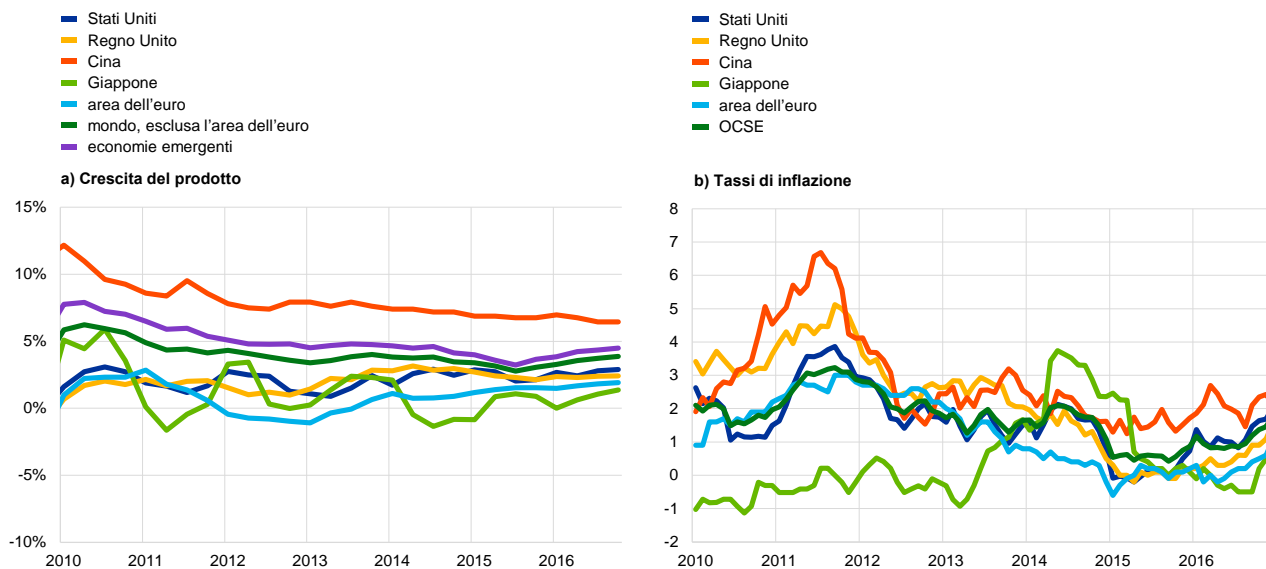
Nel 2016 l'economia mondiale ha continuato a registrare una ripresa graduale, anche se il ritmo di espansione è stato lievemente inferiore rispetto al 2015 come conseguenza del rallentamento nei paesi avanzati. L'attività economica ha acquisito slancio solo nella seconda metà dell'anno, soprattutto nelle economie emergenti. Nell'insieme, il tasso di incremento del PIL mondiale è rimasto al di sotto dei livelli antecedenti la crisi (cfr. grafico 1).

Il 2016 è stato contraddistinto da alcuni avvenimenti politici significativi, che hanno offuscato le prospettive economiche globali. A giugno l'esito del referendum nel Regno Unito ha creato incertezza riguardo alle prospettive dell'economia britannica, anche se l'impatto finanziario ed economico immediato si è rivelato temporaneo e modesto. Nel prosieguo dell'anno, il risultato delle elezioni negli Stati Uniti ha determinato una variazione delle attese riguardo alle politiche future della nuova amministrazione statunitense, accrescendo le incertezze.

Grafico 1

Principali andamenti in alcune economie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali; dati mensili)



Fonti: Eurostat e dati nazionali.

Note: i dati relativi al PIL sono destagionalizzati. L'inflazione è misurata sullo IAPC per l'area dell'euro e il Regno Unito e sull'IPC per gli Stati Uniti, la Cina e il Giappone.

Le economie avanzate hanno continuato a espandersi, seppure a ritmi inferiori rispetto all'anno precedente. Le condizioni di finanziamento ancora accomodanti e la migliore situazione nei mercati del lavoro hanno sorretto l'attività economica. Nell'insieme, anche la crescita nei paesi emergenti è stata moderata nel 2016, con un miglioramento significativo delle prospettive nella seconda metà dell'anno. Due fattori hanno svolto un ruolo particolarmente importante: il perdurante rallentamento graduale dell'economia cinese e la progressiva moderazione delle gravi recessioni nei principali paesi esportatori di materie prime. Ciò detto, la crescita è rimasta contenuta a causa delle tensioni geopolitiche, dell'eccessiva leva finanziaria, della vulnerabilità di fronte alle inversioni dei flussi di capitali e – per le economie esportatrici di materie prime – del lento adeguamento alle minori entrate.

La dinamica del commercio internazionale è stata debole nel 2016; il volume delle importazioni globali è aumentato di appena l'1,7 per cento, contro il 2,1 del 2015. Vi sono evidenze del fatto che alcuni andamenti strutturali favorevoli all'interscambio in passato – quali il calo dei costi di trasporto, la liberalizzazione degli scambi, l'espansione delle catene produttive mondiali e il processo di finanziarizzazione – non forniranno lo stesso livello di sostegno nel medio periodo. Di conseguenza, è poco probabile che il commercio internazionale cresca più dell'attività economica globale nel prossimo futuro.

Le condizioni di finanziamento a livello mondiale sono rimaste favorevoli per tutto l'anno. Le banche centrali delle principali economie avanzate hanno mantenuto un orientamento accomodante in un contesto in cui la Bank of England, la Banca del Giappone e la Banca centrale europea (BCE) hanno continuato a perseguire politiche monetarie espansive. Il Federal Reserve System degli Stati Uniti ha ripreso il processo di normalizzazione della politica monetaria innalzando l'intervallo

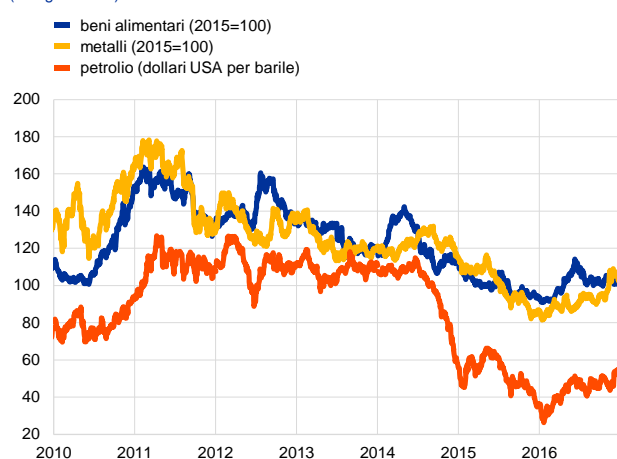
obiettivo per il tasso sui Federal Funds di 25 punti base a dicembre 2016. I mercati finanziari hanno dimostrato nell'insieme una buona capacità di tenuta, nonostante gli episodi di acuita incertezza innescati dagli avvenimenti politici. Verso la fine dell'anno i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine statunitensi sono saliti notevolmente. Non è ancora chiaro se questo rifletta aspettative di un aumento della crescita e dell'inflazione o piuttosto un picco dei premi per il rischio su tali titoli. Gran parte dei mercati emergenti ha beneficiato di migliori condizioni di finanziamento esterno fino alle elezioni negli Stati Uniti in novembre. Successivamente, tuttavia, il precedente incremento dei flussi di capitali verso le economie emergenti ha iniziato a venire meno, con un allargamento dei differenziali sulle obbligazioni sovrane e l'intensificarsi delle pressioni sulle valute in diversi paesi.

L'ampio margine di capacità inutilizzata ha continuato a pesare sull'inflazione mondiale

Nel 2016 l'inflazione su scala internazionale ha continuato a essere influenzata dal basso livello dei prezzi del petrolio e dal margine ancora ampio di capacità produttiva mondiale inutilizzata (cfr. grafico 2). Nell'area dell'OCSE l'inflazione complessiva sui dodici mesi è cresciuta gradualmente verso la fine dell'anno all'1,1 per cento nel 2016, rispetto allo 0,6 del 2015, mentre quella di fondo (calcolata al netto della componente alimentare ed energetica) ha registrato un lieve incremento portandosi all'1,8 per cento (cfr. grafico 1).

Grafico 2 Prezzi delle materie prime

(dati giornalieri)



Fonti: Bloomberg e Hamburg Institute of International Economics.

I corsi petroliferi si sono risollevari dopo il minimo di 33 dollari per barile raggiunto a fine gennaio 2016, salendo a 55 dollari a fine dicembre. La riduzione degli investimenti da parte delle società petrolifere statunitensi e il repentino aumento del numero di interruzioni dell'offerta di greggio a livello mondiale nella prima metà del 2016 hanno fatto aumentare i prezzi¹. Verso la fine dell'anno le quotazioni hanno risentito in misura notevole della strategia produttiva dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC). Dopo la decisione del 30 novembre, che prevedeva l'attuazione di un taglio delle forniture di 1,2 milioni di barili al giorno da parte dei membri dell'OPEC nella prima metà del 2017, il prezzo del greggio di qualità Brent è aumentato. L'aumento è stato altresì favorito dall'accordo raggiunto il 10 dicembre tra l'OPEC e alcuni paesi produttori non appartenenti all'organizzazione volto a ridurre la produzione di ulteriori 0,6 milioni di barili al giorno.

¹ Per maggiori informazioni, cfr. Il sito Internet dell'[Energy Information Administration](#) degli Stati Uniti.

Nel 2016 i prezzi delle materie prime non petrolifere hanno registrato una ripresa; tuttavia, le quotazioni delle derrate alimentari e dei metalli hanno seguito andamenti opposti. I corsi delle materie prime agricole sono aumentati per problemi connessi alle condizioni climatiche nella prima metà dell'anno, per poi diminuire durante l'estate in ragione degli abbondanti raccolti di frumento e altri cereali. Quelli dei metalli si sono mantenuti bassi nella prima parte del 2016, in un contesto in cui la Cina ha annunciato politiche ambientali volte a limitarne il consumo, salvo poi evidenziare un parziale recupero con il miglioramento delle prospettive della domanda futura legato ai potenziali nuovi investimenti in infrastrutture in Cina e negli Stati Uniti.

La lenta chiusura degli output gap nelle economie avanzate, il modesto ridimensionamento dell'ampio margine di capacità inutilizzata in vari paesi emergenti e il venir meno degli effetti dei precedenti cali nelle quotazioni del greggio e di altre materie prime hanno nell'insieme esercitato lievi pressioni verso l'alto sull'inflazione globale nella seconda metà del 2016.

La crescita è proseguita nelle economie principali

Negli **Stati Uniti** l'attività economica ha rallentato nel 2016. La crescita del PIL in termini reali ha evidenziato un'espansione modesta nella prima metà dell'anno e una ripresa nella seconda. Vi hanno contribuito principalmente la spesa per consumi, l'incremento dell'occupazione e il miglioramento dei bilanci delle famiglie. L'effetto di freno esercitato dalla correzione delle scorte e dal calo degli investimenti nel settore energetico nella prima metà dell'anno si è attenuato verso la fine del 2016 e questo ha concorso al rafforzamento dell'attività. Nell'insieme il tasso di incremento del PIL è sceso all'1,6 per cento nel 2016, dal 2,6 del 2015. La dinamica di fondo del mercato del lavoro si è mantenuta robusta, con un ulteriore calo del tasso di disoccupazione al 4,7 per cento e un'accelerazione dei salari alla fine dell'anno. L'inflazione è rimasta ben al di sotto dell'obiettivo fissato dal Federal Open Market Committee (FOMC). Nell'insieme del 2016 l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo ha raggiunto il 2,1 per cento, mentre il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è salito al 2,2 per cento.

La politica monetaria è rimasta estremamente accomodante nel 2016. A dicembre, con una decisione che era stata ampiamente anticipata dai mercati finanziari, il FOMC ha deciso di innalzare l'intervallo obiettivo per il tasso di interesse sui Federal Fund di 25 punti base portandolo a 0,5-0,75 per cento. L'orientamento della politica di bilancio è stato lievemente espansivo nell'esercizio 2016 e il disavanzo fiscale è aumentato leggermente, al 3,2 per cento del PIL, come conseguenza della maggiore spesa connessa ai costi dell'assistenza sanitaria e dell'aumento dei pagamenti netti per interessi.

Il **Giappone** ha evidenziato una crescita robusta nel 2016 grazie all'orientamento accomodante della politica monetaria e di quella di bilancio, all'allentamento delle condizioni finanziarie e a condizioni più tese nel mercato del lavoro. In media d'anno

il tasso di incremento del PIL in termini reali è diminuito lievemente, all'1 per cento, dall'1,2 del 2015. Il tasso di disoccupazione è sceso al 3,1 per cento, ma la dinamica salariale è rimasta moderata. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è passata in territorio negativo nel 2016, a -0,1 per cento, principalmente di riflesso al calo delle quotazioni mondiali delle materie prime e al rafforzamento dello yen. Il dato al netto dei beni alimentari freschi ed energetici (misura preferenziale dell'inflazione di fondo utilizzata dalla Banca del Giappone) è diminuito lievemente rispetto al 2015, portandosi allo 0,6 per cento. A settembre la Banca del Giappone ha introdotto un allentamento monetario quantitativo e qualitativo con controllo della curva dei rendimenti e ha altresì assunto l'impegno di incrementare la base monetaria finché il tasso di inflazione osservato non supererà l'obiettivo previsto per la stabilità dei prezzi, rimanendo stabilmente al di sopra di tale livello.

Nel **Regno Unito** l'economia ha continuato a evidenziare andamenti robusti nonostante l'incertezza connessa all'esito del referendum sull'appartenenza del paese all'UE. Nel 2016 il PIL in termini reali è aumentato del 2,0 per cento secondo stime preliminari, sostenuto principalmente dai consumi privati². Nei mercati finanziari la reazione più notevole al risultato del referendum è stata il netto deprezzamento della sterlina. Si è registrata un'accelerazione dell'inflazione da livelli estremamente bassi. Nel 2016 l'orientamento della politica monetaria è rimasto accomodante. Ad agosto il Monetary Policy Committee della Bank of England ha ridotto il tasso di riferimento ufficiale di 25 punti base portandolo allo 0,25 per cento, ha ampliato il proprio programma di acquisto di attività e ha dato il via all'iniziativa "Term Funding Scheme", volta a sostenere la trasmissione del tasso di interesse all'economia. In novembre il governo ha annunciato un nuovo mandato di bilancio e misure mirate sul piano delle politiche, in particolare nell'ambito degli investimenti per infrastrutture e abitazioni, al fine di sostenere l'economia nella fase di transizione.

In **Cina** la crescita si è stabilizzata nel 2016, sorretta dai consumi e dalla spesa per infrastrutture. Il tasso di incremento del PIL in termini reali è sceso al 6,7 per cento, dal 6,9 del 2015. Gli investimenti sono rimasti deboli nel settore manifatturiero, mentre hanno registrato un lieve aumento in quello immobiliare. La domanda di importazioni ha recuperato rispetto al minimo del 2015, ma è rimasta più fiacca che in passato. La dinamica relativamente modesta della domanda estera ha pesato sulle esportazioni, che hanno a loro volta influito negativamente sulle importazioni attraverso il settore della trasformazione. L'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita al 2 per cento e quella dei prezzi alla produzione, che si colloca in territorio negativo da marzo 2012, è aumentata al -1,4 per cento.

² Cfr. anche il riquadro intitolato *Andamenti economici in seguito al referendum del Regno Unito sull'appartenenza all'UE* nel numero 7/2016 del Bollettino economico della BCE.

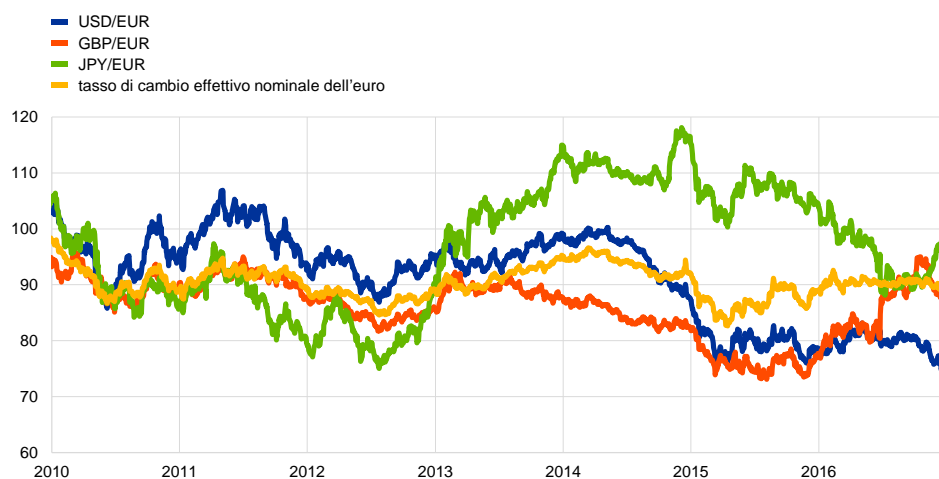
Il tasso di cambio effettivo dell'euro è rimasto sostanzialmente stabile

Nel 2016 l'euro si è mantenuto sostanzialmente stabile in termini effettivi nominali (cfr. grafico 3), mentre ha registrato movimenti bilaterali nei confronti di alcune delle altre divise principali. Rispetto al dollaro statunitense ha evidenziato una notevole stabilità per gran parte del 2016 in presenza di rendimenti in larga misura invariati sulle due sponde dell'Atlantico, ma si è poi deprezzato verso la fine dell'anno. L'indebolimento dell'euro sullo yen giapponese è stato in parte compensato dall'apprezzamento sulla sterlina britannica.

Grafico 3

Tasso di cambio dell'euro

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Nota: tasso di cambio effettivo nominale rispetto ai 38 principali partner commerciali.

La corona danese è al momento l'unica divisa all'interno dei Nuovi accordi europei di cambio (AEC II). Essa è stata scambiata a un livello prossimo alla sua parità centrale prevista dagli AEC II in un contesto in cui la Danmarks Nationalbank ha innalzato il tasso ufficiale a gennaio 2016 e, in termini netti, ha acquistato valuta estera con corone danesi nel 2016. La Česká národní banka ha continuato ad acquistare valuta estera, in linea con il suo impegno a intervenire nei mercati dei cambi per evitare un apprezzamento della corona ceca oltre un determinato livello. Parimenti, la Hrvatska narodna banka ha seguito a effettuare interventi sui mercati valutari nel quadro del suo regime di cambio a fluttuazione controllata. Il lev bulgaro è rimasto ancorato all'euro e quest'ultimo si è altresì mantenuto sostanzialmente stabile rispetto al franco svizzero, oltre che al fiorino ungherese e al leu romeno, mentre si è apprezzato nei confronti della corona svedese e, in misura inferiore, dello zloty polacco.

1.2 Andamenti finanziari

Nel 2016 gli andamenti nei mercati finanziari dell'area dell'euro sono stati ancora determinati in larga misura dalle ulteriori misure di accomodamento monetario attuate dalla BCE. Ciò ha concorso alla graduale diminuzione dei rendimenti sui titoli di Stato nell'area dell'euro nei primi tre trimestri dell'anno, che tuttavia è stata in parte compensata dall'aumento registrato verso la fine dell'anno per effetto di fattori globali. I tassi del mercato monetario e il costo del finanziamento esterno per le società non finanziarie hanno continuato a scendere, portandosi su minimi storici. Le condizioni di finanziamento delle società non finanziarie e delle famiglie sono migliorate ulteriormente.

I tassi del mercato monetario nell'area dell'euro sono diminuiti

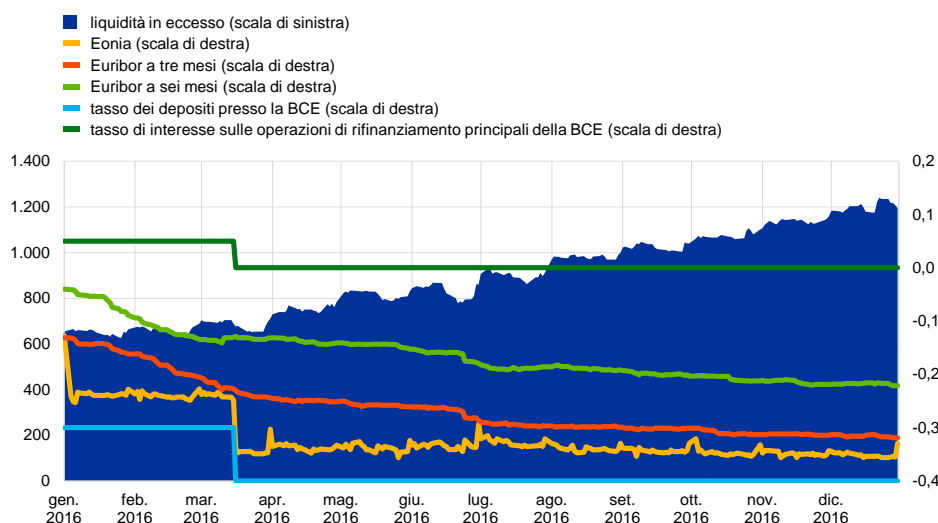
I tassi del mercato monetario hanno continuato a scendere nel 2016, principalmente a causa dell'ulteriore allentamento della politica monetaria da parte della BCE.

Le misure di allentamento monetario sono illustrate in maggiore dettaglio nella sezione 2.1. L'abbassamento del tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale è stato rapidamente e interamente trasmesso al tasso Eonia, che si è successivamente stabilizzato attorno a -35 punti base (cfr. grafico 4). In linea con il suo profilo storico, l'Eonia è aumentato temporaneamente in corrispondenza di ogni fine mese; tuttavia, tali incrementi sono stati meno pronunciati rispetto agli inizi del 2015, prima che la liquidità in eccesso iniziasse a crescere significativamente con l'attuazione del programma di acquisto di attività finanziarie (PAA).

Grafico 4

Tassi del mercato monetario e liquidità in eccesso

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



Fonti: BCE e Bloomberg.

Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono al 30 dicembre 2016.

I tassi Euribor a tre e sei mesi sono diventati maggiormente negativi. Il loro calo ha fatto seguito all'ulteriore allentamento della politica monetaria, con pressioni al ribasso aggiuntive derivanti dall'aumento della liquidità in eccesso. Quest'ultima è cresciuta di oltre 500 miliardi di euro nel corso del 2016, grazie soprattutto agli acquisti nell'ambito del PAA e – in misura inferiore – alla nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-II), portandosi a fine anno a 1.200 miliardi di euro (cfr. grafico 4).

Nei comparti garantiti del mercato monetario i tassi sulle operazioni pronti contro termine hanno continuato a scendere, a seguito dell'abbassamento dei tassi ufficiali della BCE, delle condizioni di ampia liquidità e della ricerca di garanzie reali di qualità elevata. I tassi pronti contro termine in titoli emessi da alcuni paesi dell'area dell'euro si sono collocati su livelli inferiori al tasso sui depositi presso la banca centrale per gran parte dell'anno, per via della consistente domanda di garanzie reali altamente liquide.

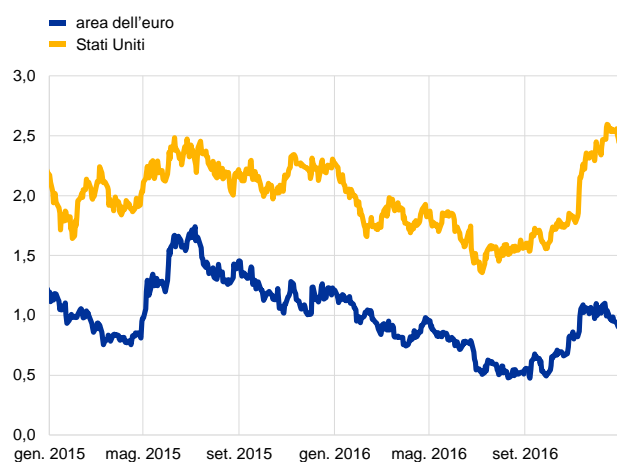
I tassi di interesse a termine del mercato monetario in euro hanno superato il punto di minimo dopo il referendum britannico sull'appartenenza all'UE a fine giugno, in presenza di maggiori attese di un ulteriore allentamento monetario da parte della BCE. Tuttavia, a fine 2016 hanno segnato una inversione, dato che le attese di ulteriori abbassamenti dei tassi ufficiali si sono ridimensionate e l'inclinazione della curva a termine dell'Eonia è aumentata. L'aumento della pendenza della curva, insieme all'ascesa dei rendimenti sulle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro, ha rispecchiato la dinamica dei rendimenti a più lungo termine su scala mondiale, che è stata particolarmente pronunciata negli Stati Uniti.

I rendimenti dei titoli di Stato nell'area dell'euro sono aumentati verso la fine dell'anno

Grafico 5

Rendimenti delle obbligazioni sovrane decennali

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



Fonti: Bloomberg, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati relativi all'area dell'euro si riferiscono alla media dei rendimenti sulle obbligazioni sovrane decennali ponderata rispetto al PIL. L'ultima rilevazione risale al 30 dicembre 2016.

Nel 2016 i rendimenti dei titoli di Stato nell'area dell'euro sono stati complessivamente inferiori rispetto al 2015, a seguito del perdurante sostegno offerto dalla BCE tramite gli acquisti di tali strumenti e altre misure di politica monetaria. I rendimenti sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti hanno subito una correzione significativa a causa di fattori globali (cfr. grafico 5). La maggiore incertezza riguardo alle prospettive per la crescita mondiale agli inizi dell'anno si è tradotta in un forte calo dei tassi di interesse privi di rischio. I rendimenti sono stati ulteriormente compressi dall'esito del referendum britannico, per poi aumentare sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti come conseguenza di prospettive mondiali più ottimistiche e dei risultati delle elezioni presidenziali statunitensi. Nell'insieme, la media dei rendimenti delle obbligazioni sovrane decennali dell'area dell'euro ponderata rispetto al PIL è scesa di circa 30 punti base nel 2016,

collocandosi attorno allo 0,9 per cento a fine anno. La dinamica dei differenziali sui titoli di Stato all'interno dell'area dell'euro è stata relativamente moderata, ma ha evidenziato una certa eterogeneità fra paesi.

I corsi azionari dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati dopo un calo temporaneo

Grafico 6

Indici dei corsi azionari per l'area dell'euro e gli Stati Uniti

(indice: 1° gennaio 2016 = 100; dati giornalieri)



Fonte: Thomson Reuters.

Note: gli indici utilizzati, l'Euro Stoxx per l'area dell'euro e lo S&P 500 per gli Stati Uniti, sono normalizzati a 100 al 1° gennaio 2016. L'ultima osservazione si riferisce al 30 dicembre 2016.

Il 2016 è iniziato con un calo significativo dei mercati azionari mondiali in un contesto in cui gli andamenti in Cina hanno destato timori per la crescita globale (cfr. grafico 6). All'attenuarsi di tali timori, attorno al mese di aprile i corsi azionari sono tornati sui livelli degli inizi dell'anno. Un profilo analogo è stato osservato nel periodo attorno al referendum britannico, quando la netta flessione nei giorni successivi al referendum è stata riassorbita nei mesi seguenti. Il mercato azionario dell'area dell'euro ha registrato un rialzo pronunciato nella seconda metà dell'anno grazie al miglioramento delle prospettive. Nonostante i movimenti relativamente ampi nel corso del 2016, si è mantenuto sostanzialmente invariato in un contesto in cui l'indice ampio Euro Stoxx è aumentato di circa l'1 per cento. Il lieve aumento dell'indice complessivo cela una flessione dei titoli bancari, che hanno risentito tra l'altro dello stock di crediti deteriorati e dei livelli di redditività persistentemente bassi delle banche.

I valori azionari negli Stati Uniti hanno evidenziato un andamento simile nel corso dell'anno, ma la loro dinamica è stata complessivamente più robusta e sono aumentati di quasi il 10% nel 2016. A dicembre i principali indici azionari statunitensi hanno raggiunto un nuovo massimo storico.

Le società non finanziarie hanno beneficiato del minor costo del finanziamento esterno

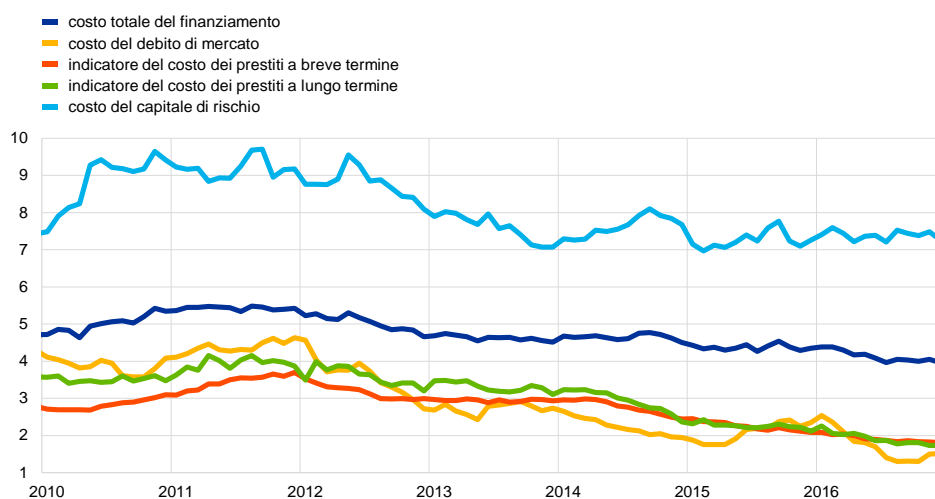
Le misure di politica monetaria adottate nel 2016 si sono altresì trasmesse al costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le società non finanziarie (SNF), che ha raggiunto un minimo storico in estate (cfr. grafico 7). In particolare, i tassi di interesse negativi sui depositi presso la banca centrale e le nuove OMRLT-II annunciate a marzo hanno contribuito a ridurre ulteriormente il costo del credito bancario per le SNF. L'introduzione degli acquisti di obbligazioni investment grade denominate in euro emesse da società non bancarie situate nell'area dell'euro, assieme agli altri elementi del PAA, ha sospinto il costo del debito di mercato su livelli significativamente inferiori sia a quelli registrati nell'anno precedente sia ai tassi sui prestiti bancari. Tuttavia, poiché il premio per il rischio azionario è rimasto

elevato, il costo del capitale di rischio è diminuito in misura solo marginale nel 2016. L'alto grado di accomodamento della politica monetaria ha contribuito a ridurre il costo del finanziamento esterno, oltre che l'eterogeneità dello stesso tra paesi dell'area dell'euro e tra imprese di dimensioni diverse.

Grafico 7

Costo complessivo nominale del finanziamento esterno per le società non finanziarie dell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di tre mesi)



Fonti: BCE, Merrill Lynch, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie è calcolato come media ponderata del costo del credito bancario, del costo del debito di mercato e del costo del capitale di rischio, in base alle rispettive consistenze in essere derivate dai conti dell'area dell'euro. Il costo del capitale di rischio è misurato utilizzando un modello di sconto dei dividendi in tre fasi con dati dell'indice azionario non finanziario Datastream. L'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2016.

I flussi di finanziamento esterno si sono stabilizzati nel 2016

Nei primi tre trimestri del 2016 i flussi di finanziamento esterno delle SNF si sono stabilizzati su livelli prossimi alla media del 2015 (cfr. grafico 8). In un'ottica di più lungo periodo, la ripresa di detti flussi rispetto ai minimi del primo trimestre del 2014 è ancora sorretta dai seguenti fattori: 1) l'ulteriore calo dei costi di finanziamento; 2) l'allentamento dei vincoli creditizi; 3) la perdurante espansione dell'attività economica; 4) la più vivace attività di fusione e acquisizione. Inoltre, 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, l'ampliamento in giugno della composizione del PAA a includere le obbligazioni societarie ha sorretto le emissioni di titoli di debito nel 2016. Le migliori condizioni del credito³ e i tassi di interesse più bassi hanno determinato un lieve aumento del ricorso delle SNF al finanziamento bancario, mentre i prestiti dei soggetti diversi dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) e del resto del mondo hanno registrato un calo significativo nel corso dell'anno. Le azioni non quotate e le altre partecipazioni

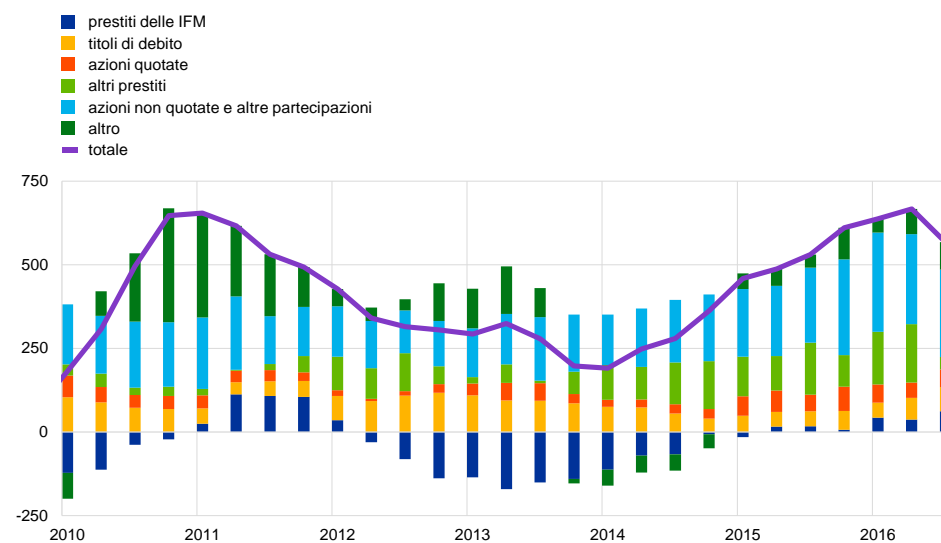
³ Per maggiori informazioni sull'allentamento delle condizioni di prestito delle banche, si veda anche la sezione 1.5 del capitolo 1, che esamina i risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro.

sono rimaste la componente principale dei flussi di finanziamento esterno delle SNF, sorretti dagli elevati utili non distribuiti. L'emissione di azioni quotate è stata frenata dal costo relativamente alto del capitale di rischio. Inoltre, il generale miglioramento dell'accesso al finanziamento esterno da parte delle SNF ha moderato la dinamica dei crediti commerciali e dei prestiti intersocietari.

Grafico 8

Flussi netti di finanziamento esterno alle società non finanziarie nell'area dell'euro

(flussi annui; miliardi di euro)



Fonti: Eurostat e BCE.

Note: gli "altri prestiti" comprendono i prestiti concessi da intermediari diversi dalle IFM (altri intermediari 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. Per "altro" si intende la differenza tra il totale e gli strumenti riportati nel grafico, comprensiva dei prestiti intersocietari e dei crediti commerciali. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2016.

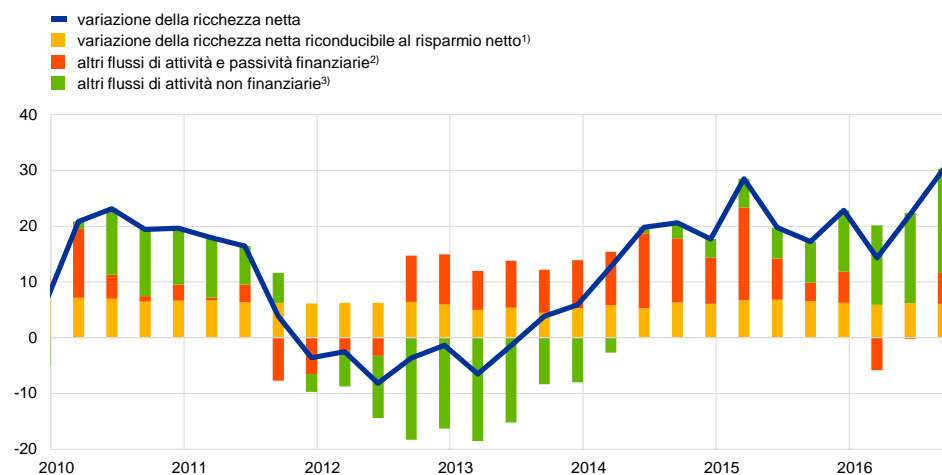
La crescita della ricchezza netta delle famiglie si è rafforzata

Nei primi tre trimestri del 2016 la ricchezza netta delle famiglie ha continuato a espandersi a un ritmo crescente (cfr. grafico 9). In particolare, i continui aumenti dei prezzi delle abitazioni hanno determinato significative plusvalenze sugli immobili posseduti dalle famiglie. L'ascesa dei corsi azionari nel 2016 ha aumentato il valore delle attività finanziarie delle famiglie e ha fornito un contributo positivo alla crescita della ricchezza netta.

Grafico 9

Variazione della ricchezza netta delle famiglie

(flussi annui; percentuali del reddito disponibile lordo)



Fonti: Eurostat e BCE.

Note: i dati relativi alle attività non finanziarie sono stime della BCE. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2016.

1) Questa voce ricomprende il risparmio netto, i trasferimenti di capitale attivi e la discrepanza fra i conti non finanziari e finanziari.

2) Prevalentemente profitti e perdite su azioni e altre partecipazioni.

3) Prevalentemente profitti e perdite su attività immobiliari (terreni inclusi).

I costi di finanziamento per le famiglie dell'area dell'euro sono scesi su un minimo storico, ma hanno continuato a evidenziare differenze tra paesi e scadenze collocandosi su livelli più elevati per i prestiti a lungo termine che per quelli a breve. Il ricorso al finanziamento bancario da parte del settore delle famiglie ha seguito ad aumentare nel 2016.

Riquadro 1

L'impatto dei bassi tassi di interesse sulle banche e la stabilità finanziaria

I bassi tassi di interesse osservati per tutto il 2016 sono il risultato di fattori mondiali e specifici dell'area dell'euro, alcuni dei quali di lungo periodo e connessi a cambiamenti strutturali come gli andamenti demografici in atto e la minore crescita della produttività, altri associati al processo di riduzione della leva finanziaria a seguito della crisi finanziaria e al differenziale positivo tra i risparmi programmati e la spesa programmata per investimenti e consumi. Uno dei fattori in gioco in questo contesto è rappresentato dalla politica monetaria accomodante della BCE, che ha l'obiettivo primario di salvaguardare la stabilità dei prezzi. Tale politica intende raggiungere il proprio obiettivo sostenendo la crescita nominale nell'area dell'euro, e ciò dovrebbe determinare in definitiva un aumento dei tassi di interesse con il consolidarsi della ripresa.

L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro fornisce riscontri del fatto che il programma di acquisto di attività della BCE, le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) e il tasso di interesse negativo sui depositi presso la banca centrale hanno concorso a determinare termini e condizioni di credito più favorevoli nel 2016, incrementando l'attività di prestito⁴. Assieme a questi elementi positivi, il basso livello dei tassi di interesse ha altresì esercitato pressioni sulle

⁴ Cfr. *The euro area bank lending survey*, BCE, ottobre 2016.

istituzioni finanziarie⁵. La BCE e il Comitato europeo per il rischio sistemico hanno identificato assieme i rischi per le banche, le compagnie di assicurazione e i fondi pensione connessi alla sostenibilità dei rispettivi modelli operativi e all'assunzione di rischio. È possibile che alcuni di questi rischi debbano essere contenuti attraverso misure macro e microprudenziali specifiche⁶.

Tassi di interesse bassi per un periodo di tempo prolungato, specialmente se accompagnati da una crescita economica debole, possono esercitare pressioni sulla redditività e la solvibilità delle istituzioni che offrono rendimenti garantiti a lungo termine. Oltre al sistema bancario, essi possono rendere economicamente insostenibili i prodotti tradizionali a rendimento garantito delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione. L'evidenza mostra che il settore assicurativo e quello pensionistico stanno già passando da modelli operativi basati sui rendimenti garantiti ad altri fondati sui prodotti unit-linked per ridurre le passività garantite a lungo termine. Di conseguenza, il settore finanziario sta riducendo l'offerta di garanzie di rendimento a più lunga scadenza. Inoltre, il contesto di tassi di interesse bassi può altresì contribuire a far scendere il reddito netto da interessi delle banche, specialmente attraverso una compressione dei margini di interesse netti, poiché i tassi sui depositi possono essere vincolati da un limite inferiore effettivo e ridurre la redditività. I proventi netti da interessi costituiscono la fonte principale di reddito di gran parte delle banche; tuttavia, la redditività degli enti creditizi dipende anche da altri fattori quali i proventi da commissioni e provvigioni o l'efficienza di costo relativa tra istituti.

Nel tentativo di ripristinare i margini di profitto, le istituzioni finanziarie hanno fatto ricorso a fonti di reddito alternative e stanno gradualmente adeguando i propri modelli operativi. I proventi da commissioni e provvigioni in percentuale del margine di intermediazione sono inferiori per gli enti creditizi specializzati nella concessione di prestiti e superiori per quelli che offrono servizi di banca depositaria⁷. In particolare, l'evidenza recente indica che alcune banche hanno intensificato le attività generatrici di commissioni e provvigioni. Negli ultimi anni una fonte di reddito importante per i prestatori è costituita dalle commissioni applicate al rimborso anticipato e alla rinegoziazione dei mutui. I mutuatari hanno approfittato del calo graduale dei tassi di interesse a lungo termine, specialmente nei paesi in cui sono diffusi i mutui a tasso fisso. I proventi da commissioni di rimborso anticipato e rinegoziazione svolgeranno verosimilmente un ruolo minore in futuro poiché tali commissioni sono dovute una sola volta al momento della rinegoziazione. Le banche dovranno quindi adeguare ulteriormente i loro modelli operativi e l'efficienza in termini di costi per rimanere redditizie. Esse hanno di fatto preso anche in considerazione l'adozione di misure di contenimento dei costi quali le ristrutturazioni, le riduzioni di organico, la chiusura di succursali e la digitalizzazione dei processi, ma i progressi in termini di miglioramento dell'efficienza sotto il profilo dei costi rimangono difforni tra paesi ed enti⁸.

Il calo del reddito da interessi nel contesto di bassi tassi di interesse e i progressi limitati nel miglioramento della redditività accrescono il potenziale di una diffusa assunzione di rischi da parte delle istituzioni finanziarie, specialmente di quelle per le quali il reddito netto da interessi costituiva in passato una quota predominante del margine di intermediazione. Gli investimenti in classi di

⁵ È stato rilevato che le misure non convenzionali di politica monetaria hanno esercitato un impatto solo limitato sulla redditività; cfr. *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2016, riquadro 4.

⁶ Cfr. *Macprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system*, Comitato europeo per il rischio sistemico, novembre 2016.

⁷ Cfr. Kok, C., Mirza, H., Móré, C. e Pancaro, C., "Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income", *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2016, monografia C.

⁸ Cfr. *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2016, sezione 3.

attività più rischiose o in attività a più lunga scadenza possono comportare il rischio di una maggiore esposizione a strumenti finanziari illiquidi, il che espone le istituzioni finanziarie ad accresciuti rischi di rivalutazione e aumenta il rischio di contagio.

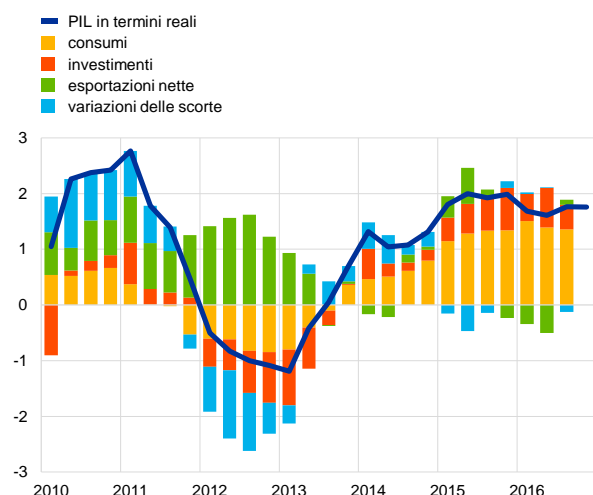
La BCE segue da vicino l'adeguamento dei modelli operativi delle istituzioni finanziarie nel suo ruolo di autorità di vigilanza bancaria e macroprudenziale, dato il mandato di assicurare la stabilità finanziaria nei paesi coperti dalla vigilanza bancaria europea. In questo contesto la BCE può adottare misure di vigilanza e attuare politiche macroprudenziali rivolte al settore bancario per assicurare la stabilità finanziaria, che rimane un presupposto essenziale per collocare la ripresa economica su un terreno stabile tramite il contenimento dei rischi sistemici.

1.3 Una ripresa generalizzata

Grafico 10

PIL in termini reali dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: la crescita del PIL sul periodo corrispondente nel quarto trimestre del 2016 si riferisce alla stima rapida preliminare.

La ripresa sospinta dalla domanda interna nell'area dell'euro, iniziata nella prima parte del 2013, si è protratta nel 2016. Analizzando i fattori che sostengono l'attività economica, sembra che l'attuale dinamica della crescita abbia in prospettiva una buona capacità di tenuta (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 2). Allo stesso tempo, l'attività economica nell'area dell'euro è stata frenata dall'espansione ancora moderata della domanda estera in presenza di un'acuita incertezza a livello mondiale. Di conseguenza, nel 2016 la crescita media annua si è collocata all'1,7 per cento (cfr. grafico 10), di poco inferiore al 2,0 per cento registrato nel 2015, che aveva beneficiato del rialzo particolarmente sostenuto del PIL in Irlanda. I consumi privati sono aumentati a un tasso simile a quello osservato nel 2015, sostenuti ancora dall'incremento del reddito disponibile, mentre gli investimenti sono cresciuti a un ritmo lievemente inferiore rispetto all'anno precedente, nonostante la ripresa del comparto edilizio. Allo stesso tempo, nel 2016 i consumi delle amministrazioni

pubbliche sono aumentati a un ritmo più sostenuto, contribuendo quindi in senso positivo alla crescita economica (cfr. la sezione 1.6 del capitolo 1). La ripresa ha interessato in maniera relativamente generalizzata i paesi dell'area dell'euro.

L'economia dell'area dell'euro ha continuato a espandersi

L'orientamento molto accomodante della politica monetaria della BCE ha continuato a trasmettersi all'economia reale e ha sostenuto la domanda interna. I miglioramenti della redditività delle imprese e le condizioni di finanziamento molto favorevoli hanno facilitato ulteriormente la ripresa degli investimenti. In aggiunta, i significativi incrementi dell'occupazione, che hanno beneficiato anche delle passate riforme

strutturali, hanno continuato a sostenere la ripresa. Il livello ancora relativamente basso delle quotazioni petrolifere ha impresso ulteriore slancio alla crescita nel 2016. Allo stesso tempo, l'indebitamento dei settori pubblico e privato, rimasto su livelli elevati in alcuni paesi, e le connesse esigenze di riduzione della leva finanziaria hanno esercitato un effetto di freno sulla domanda interna. Inoltre, la lenta attuazione delle riforme strutturali ha continuato a rallentare la crescita.

I consumi privati nell'area dell'euro si sono rafforzati ulteriormente nel 2016, raggiungendo un tasso di variazione medio annuo intorno al 2,0 per cento, sostanzialmente simile a quello dell'anno precedente. I principali fattori che hanno sospinto l'incremento sono stati i bassi corsi petroliferi, specie all'inizio dell'anno, e i miglioramenti nei mercati del lavoro dell'area dell'euro con il conseguente aumento dei redditi da lavoro. A tale riguardo, è stata soprattutto la crescita dell'occupazione, non delle retribuzioni, che ha contribuito all'aumento dei redditi nominali da lavoro nel 2016. I bassi tassi di interesse hanno continuato a supportare i consumi privati, in quanto il credito è divenuto più economico e il risparmio meno remunerativo. Inoltre, anche se il reddito netto da interessi delle famiglie è diminuito lievemente nel 2016, i tassi di interesse inferiori hanno determinato fondamentalmente una redistribuzione delle risorse dai risparmiatori netti ai prenditori netti, che di norma mostrano una maggiore propensione al consumo rispetto ai risparmiatori netti⁹.

Le misure di politica monetaria poste in atto dalla BCE negli ultimi anni, incluso il programma di acquisto di obbligazioni societarie presentato nel marzo 2016, hanno stimolato la domanda e quindi promosso gli investimenti. Di conseguenza, nel 2016 gli investimenti hanno contribuito ancora in misura sostanziale alla crescita, riflettendo altresì l'incremento dei profitti aziendali, i minori vincoli di domanda e il crescente grado di utilizzo della capacità produttiva. Inoltre, le misure di politica monetaria hanno stimolato la fiducia delle imprese, ridotto i loro oneri netti per interessi e allentato le condizioni finanziarie, anche per le piccole e medie imprese, consolidando ulteriormente gli investimenti privati. Gli investimenti in mezzi di trasporto, in particolare, hanno contribuito alla ripresa degli investimenti delle imprese. Alcuni fattori potrebbero aver avuto tuttavia un impatto negativo sulle attività di investimento delle aziende, come il protratto calo delle aspettative di crescita a lungo termine nell'area dell'euro, gli aggiustamenti in atto dei bilanci societari legati all'elevato indebitamento delle imprese e l'indebolimento dell'interscambio mondiale.

Anche gli investimenti in costruzioni hanno registrato un miglioramento, sebbene muovendosi da livelli contenuti, di pari passo con la ripresa del mercato immobiliare nell'area dell'euro. Quest'ultima ha rispecchiato la crescita della domanda, sostenuta a sua volta dall'incremento del reddito reale, e tassi ipotecari e condizioni di credito favorevoli sulla scia delle misure di politica monetaria, oltre agli incentivi fiscali introdotti in alcuni paesi. Inoltre, i rendimenti su forme alternative di investimento delle famiglie sono rimasti bassi, fornendo ulteriori incentivi a investire nell'edilizia

⁹ Cfr. Jappelli, T. e Pistaferri, L., "Fiscal policy and MPC heterogeneity", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 6, n. 4, 2014, pagg. 107-136.

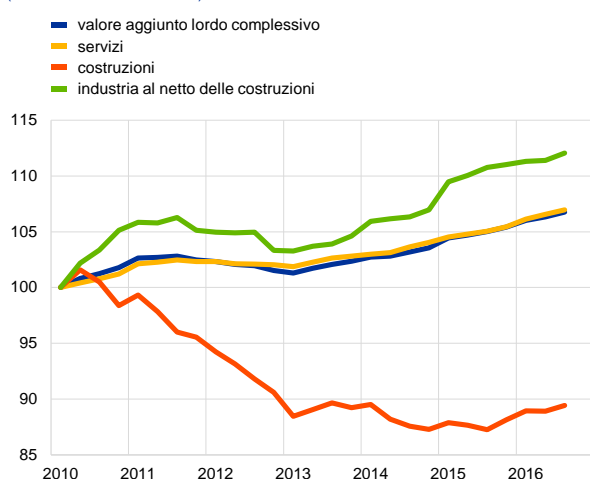
residenziale. La ripresa del mercato immobiliare è stata generalizzata nell'area dell'euro.

Nel 2016 l'espansione economica è stata di nuovo frenata dalla debolezza del contesto esterno, che ha più che compensato l'impatto ritardato del consistente deprezzamento dell'euro nel periodo 2014-2015 (cfr. la sezione 1.1 del capitolo 1). Le esportazioni dell'area dell'euro verso gli Stati Uniti, l'Asia (Cina esclusa) e le economie di mercato emergenti sono rimaste su livelli contenuti. Allo stesso tempo, i partner commerciali europei e la Cina hanno resistito a questi effetti sfavorevoli, contribuendo in misura crescente alle esportazioni dell'area. Nel 2016 l'interscambio all'interno dell'area dell'euro si è rafforzato di riflesso alla dinamica di fondo della domanda interna.

Grafico 11

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

(indice: 1° trim. 2010 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

In una prospettiva settoriale, l'aumento del prodotto nel 2016 è stato generalizzato (cfr. grafico 11). Il valore aggiunto lordo complessivo, che nel secondo trimestre del 2015 aveva superato il massimo pre-crisi raggiunto nel primo trimestre del 2008, è aumentato di circa l'1,7 per cento nella media del 2016. La crescita del valore aggiunto nell'industria (al netto delle costruzioni) ha rallentato a circa l'1,6 per cento nel 2016, mentre nel settore dei servizi il valore aggiunto è salito dell'1,8 per cento, poco di più rispetto al 2015. Allo stesso tempo, il valore aggiunto nelle costruzioni, pur essendo ancora molto inferiore ai livelli pre-crisi, ha acquisito slancio, aumentando di circa il 2,0 per cento, il dato più elevato registrato dal 2006. Ciò conferma l'andamento sempre più positivo del comparto edilizio dopo il protratto periodo di contrazione o debole crescita iniziato nel 2008.

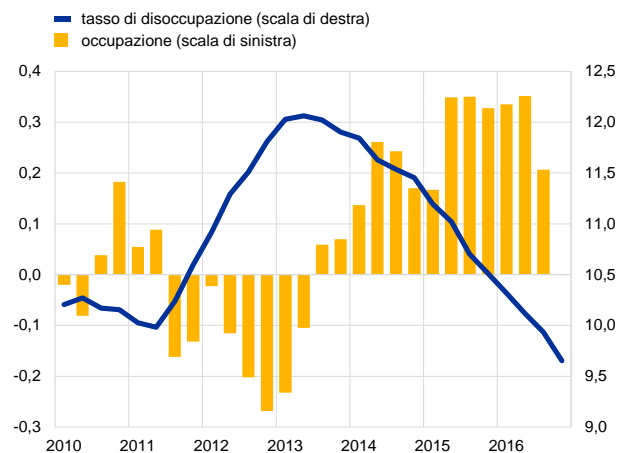
L'occupazione nell'area dell'euro ha continuato a crescere

I mercati del lavoro si sono ulteriormente rafforzati nel 2016 (cfr. grafico 12). Nel terzo trimestre del 2016 il numero di occupati nell'area dell'euro è aumentato dell'1,2 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2015, o più del 3 per cento rispetto all'ultimo minimo ciclico toccato nel secondo trimestre del 2013. Tuttavia, l'occupazione si è mantenuta a un livello inferiore di circa lo 0,5 per cento rispetto al massimo pre-crisi nel primo trimestre 2008. Per quanto attiene alla scomposizione per settore, l'occupazione è aumentata soprattutto nel settore dei servizi e, in misura minore, nell'industria al netto delle costruzioni, mentre è rimasta sostanzialmente stabile nel comparto edilizio.

Grafico 12

Indicatori del mercato del lavoro

(tasso di crescita sul trimestre precedente; percentuale della forza lavoro; dati destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Nei primi tre trimestri del 2016 il numero totale di ore lavorate è aumentato a un ritmo simile a quello del numero di occupati. La crescita annuale della produttività per occupato è rimasta modesta, intorno allo 0,4 per cento a trimestre nella media dei primi tre trimestri del 2016, a fronte di un incremento dell'1,0 per cento nel 2015 (che tuttavia era stato trainato dalla revisione del PIL in Irlanda).

Il tasso di disoccupazione ha continuato a scendere nel 2016 e in dicembre ha toccato il 9,6 per cento, il livello minimo dalla metà del 2009. Il calo della disoccupazione, a partire alla seconda metà del 2013, ha interessato in maniera generalizzata i generi e le diverse fasce di età. Per l'insieme del 2016 il tasso medio di disoccupazione è stato pari al 10,0 per cento, contro il 10,9 e l'11,6 per cento rispettivamente nel 2015 e 2014. Tuttavia, le misure più comprensive sull'eccesso di offerta di lavoro sono rimaste su livelli elevati.

Riquadro 2

Fattori che sostengono la ripresa in atto

La crescita economica nell'area dell'euro si è protratta nel 2016, nonostante l'elevata incertezza a livello mondiale. La ripresa del PIL, iniziata nel secondo trimestre del 2013, è stata trainata in ampia misura dalla crescita dei consumi privati. Il forte incremento dell'occupazione ha contribuito al costante aumento del reddito disponibile reale, che ha sostenuto sia una robusta dinamica dei consumi sia la riduzione in atto della leva finanziaria delle famiglie. Tali fattori hanno in qualche misura rafforzato la capacità di tenuta in prospettiva dell'attività economica. Inoltre, la sostenibilità della ripresa trova conferma anche nel progressivo ampliamento delle componenti che spingono la crescita, sorrette anche dall'orientamento molto accomodante della politica monetaria della BCE.

Quasi metà della crescita cumulata del PIL nell'area dell'euro dal secondo trimestre del 2013 è ascrivibile al contributo dei consumi (cfr. il riquadro sinistro del grafico A)¹⁰. Tale contributo potrebbe apparire in qualche misura normale, dato che i consumi costituiscono la principale componente della spesa (intorno al 55 per cento del PIL nell'area dell'euro). Tuttavia, ciò è in netto contrasto con la ripresa del 2009-2011, quando solo l'11 per cento della crescita cumulata del PIL era ascrivibile ai consumi (cfr. il riquadro destro del grafico A). La ripresa in atto, molto meno dipendente dalle esportazioni nette rispetto al precedente episodio di recupero, si è dimostrata più graduale e persistente.

¹⁰ La conclusione che la ripresa in atto è influenzata soprattutto dai consumi non dipende dal modo in cui si calcola il ruolo dei consumi nella ripresa. Una misura per determinarlo utilizza il contributo dei consumi alla crescita del PIL complessivo; un'altra misura pone a confronto il tasso di crescita dei consumi con quello del PIL. Il presente riquadro utilizza la prima misura in modo che la maggiore ciclicità degli investimenti (crescita più elevata durante una ripresa) non snaturi l'analisi.

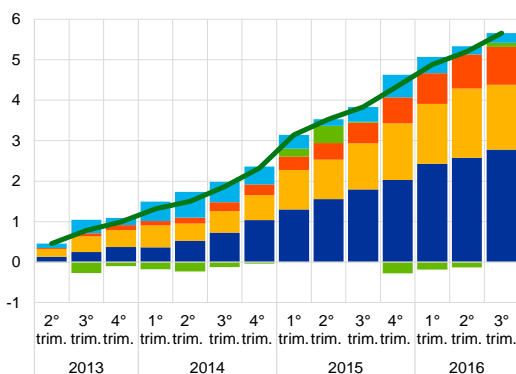
Grafico A

Contributi alla crescita del PIL

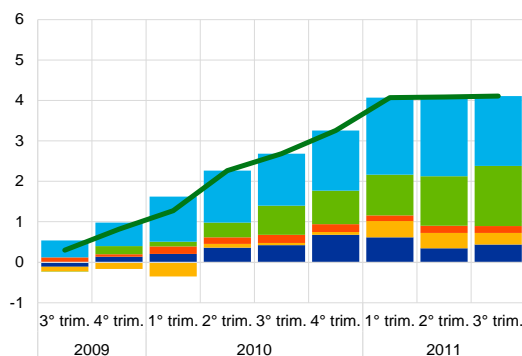
(punti percentuali cumulati)

- consumi privati
- investimenti fissi lordi
- consumi delle amministrazioni pubbliche
- esportazioni nette
- variazioni delle scorte
- PIL

2° trim. 2013 - 3° trim. 2016



3° trim. 2009 - 3° trim. 2011



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Un fattore essenziale all'origine della sostenibilità della ripresa in atto è legato alla composizione della crescita del reddito lordo disponibile, che nell'attuale congiuntura positiva è sensibilmente diversa da quella nel periodo compreso tra il terzo trimestre del 2009 e il terzo trimestre del 2011 (cfr. grafico B). Nell'attuale ripresa il rialzo del reddito disponibile è stata sorretto da un aumento dell'occupazione relativamente forte. Per contro, nella precedente ripresa, la crescita del reddito disponibile era stata trainata quasi interamente dalla dinamica salariale, mentre l'occupazione in effetti era diminuita. Inoltre, anche se la crescita del reddito nominale è stata in parte erosa dall'inflazione, ciò è avvenuto in misura nettamente inferiore rispetto alla precedente ripresa, poiché il calo delle quotazioni petrolifere a partire dalla seconda metà del 2014 si è tradotto in entrate aggiuntive per le famiglie in termini di potere di acquisto reale.

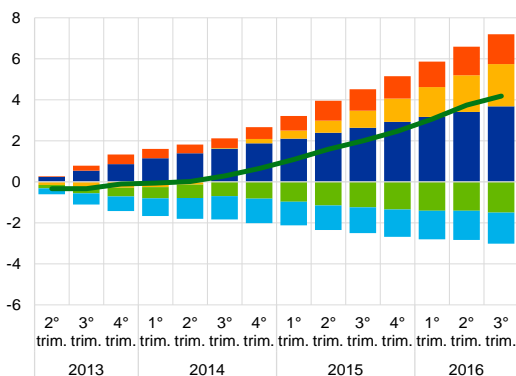
Grafico B

Contributi al reddito disponibile reale

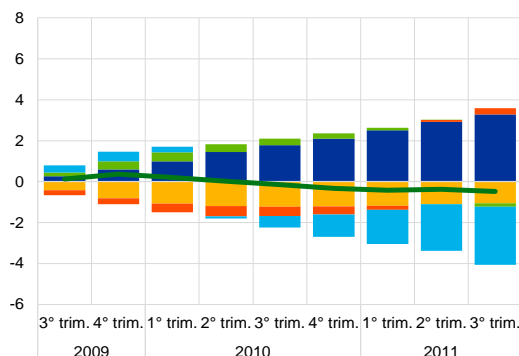
(punti percentuali cumulati)

- redditi per occupato
- risorse umane
- altri proventi
- imposte dirette
- deflatore dei consumi privati
- reddito disponibile lordo reale

2° trim. 2013 - 3° trim. 2016



3° trim. 2009 - 3° trim. 2011



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Secondo la teoria economica i consumi delle famiglie dovrebbero reagire più alla crescita dell'occupazione che all'aumento del reddito reale, soprattutto perché la prima è più persistente del secondo¹¹. Un incremento dell'occupazione attuale quindi potrebbe segnalare un aumento del reddito permanente più marcato rispetto a un simile incremento delle retribuzioni. Ciò contribuisce a spiegare perché i consumatori reagiscono più intensamente alle oscillazioni della crescita corrente dell'occupazione rispetto alle oscillazioni della crescita corrente dei salari¹². Inoltre, le evidenze microeconomiche suggeriscono che i disoccupati o le persone inattive hanno una maggiore propensione al consumo rispetto agli occupati¹³. Anche il fatto che gli incrementi del reddito aggregato da lavoro dovuti a oscillazioni dell'occupazione siano prevalentemente concentrati fra le persone inattive o i disoccupati contribuisce a spiegare perché, in aggregato, la concomitante risposta dei consumi alle oscillazioni dell'occupazione sia più vigorosa rispetto alla risposta alle oscillazioni della dinamica salariale. Il contributo più marcato dell'occupazione al reddito disponibile reale nell'attuale fase di ripresa è quindi coerente con una crescita più consistente dei consumi.

Anche i minori prezzi dell'energia hanno contribuito alla robusta crescita dei consumi nell'attuale fase di ripresa. Il calo complessivo delle quotazioni petrolifere a partire dalla seconda metà del 2014 si è tradotto in entrate straordinarie per le famiglie in termini di potere di acquisto reale, contribuendo sia a una crescita stabile dei consumi sia a un moderato incremento del tasso di risparmio. Tuttavia, il sostegno dei minori prezzi del greggio alla crescita dei consumi sta cominciando a venir meno, dato che le entrate aggiuntive sono state in gran parte spese. Di solito, in una prospettiva storica, i consumi reagiscono con un certo ritardo alle variazioni dei corsi petroliferi. Di recente, tuttavia, i consumi hanno reagito più rapidamente al calo dei corsi petroliferi rispetto a precedenti episodi di flessioni dei prezzi del greggio, come dimostra la reazione relativamente contenuta del tasso di risparmio delle famiglie a fronte delle entrate straordinarie (cfr. grafico C).

¹¹ Mentre la crescita congiunturale dell'occupazione è fortemente autocorrelata in senso positivo (è persistente), la crescita congiunturale delle retribuzioni è caratterizzata da un'autocorrelazione molto debole. Anche la crescita annua dell'occupazione è lievemente più persistente rispetto alla crescita salariale sul periodo corrispondente.

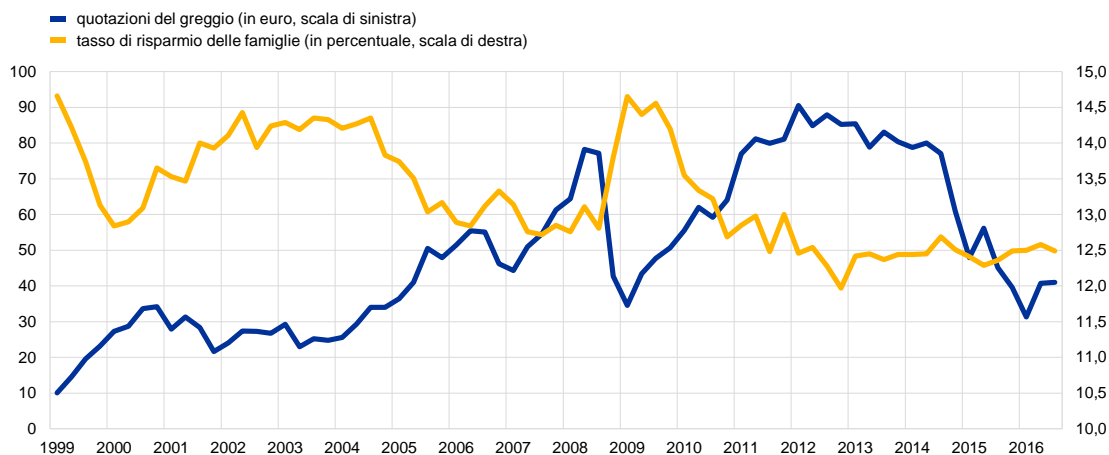
¹² Campbell, J. e Deaton, A., "Why is consumption so smooth?", *Review of Economic Studies*, vol. 56, pagg. 357-373, 1989.

¹³ Per ulteriori evidenze, cfr. ad esempio Jappelli, T. e Pistaferri, L., "Fiscal policy and MPC heterogeneity", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 6, n. 4, 2014, pagg. 107-136; Casado, J.M. e Cuenca, J.A., "La recuperación del consumo en la UEM", *Boletín Económico*, Banco de España, novembre 2015; e *Annual Report 2015*, Banco de España.

Grafico C

Tasso di risparmio e prezzi del petrolio

(euro e valori percentuali)

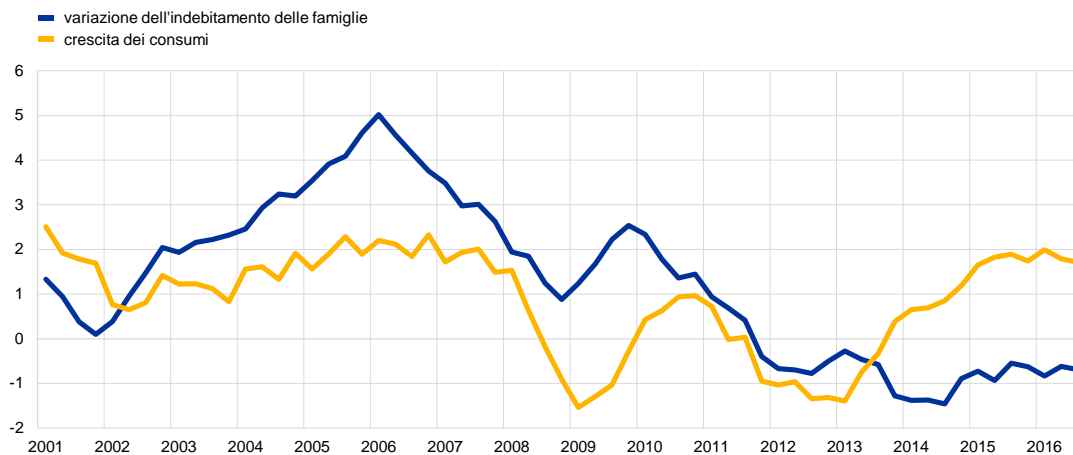


Fonti: Bloomberg Finance L.P., Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Grafico D

Indebitamento e consumi delle famiglie

(punti percentuali e percentuali; variazioni sul periodo corrispondente basate su dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'indebitamento delle famiglie è dato dal rapporto tra i prestiti concessi alle famiglie e il reddito disponibile nominale lordo delle famiglie.

Un altro fattore che contribuisce alla sostenibilità della ripresa in atto è legato al fatto che l'attuale crescita trainata dai consumi non è ascrivibile a un aumento dell'indebitamento delle famiglie (definito come il rapporto tra i prestiti concessi alle famiglie e il reddito disponibile nominale lordo delle famiglie). A differenza del periodo pre-crisi, la crescita dei consumi nell'area dell'euro si è accompagnata a un calo graduale dell'indebitamento delle famiglie (cfr. grafico D), sottolineando la sostenibilità e la capacità di tenuta della ripresa economica trainata dai consumi.

La ripresa, oltre a essere ampiamente influenzata dai consumi, è sempre più generalizzata, di pari passo con il graduale rafforzamento degli investimenti interni, agevolati dall'orientamento molto accomodante della politica economica della BCE. La dinamica degli investimenti fissi lordi ha contribuito quasi per un terzo alla crescita cumulata del PIL nel periodo compreso tra il secondo trimestre del 2013 e il terzo trimestre del 2016.

Allo stesso tempo, le esportazioni hanno rallentato nel 2016, allorché la domanda estera è rimasta su livelli contenuti in presenza di un'acuita incertezza a livello mondiale, mentre si sono esauriti gli effetti positivi del passato deprezzamento dell'euro. Il sostegno complessivo all'attività economica fornito dai prezzi relativamente bassi del greggio e dal deprezzamento dell'euro nel periodo 2014-2015 è venuto meno nel 2016 in un contesto caratterizzato dalla sostanziale stabilità del tasso di cambio effettivo della moneta unica. Nondimeno, alla luce delle indicazioni di una ripresa mondiale un po' più robusta, ci si attende che le esportazioni verso l'esterno dell'area acquistino progressivamente slancio, in linea con il rafforzamento della domanda estera, e quindi contribuiscano al consolidarsi dell'espansione economica.

Nel complesso, la sostenibilità della ripresa in atto è sorretta dalla crescita del reddito delle famiglie sorretta dall'incremento dell'occupazione, dalla riduzione in atto della leva finanziaria delle famiglie e dalla diffusione dei fattori determinanti per la crescita economica.

1.4 Andamenti dei prezzi e dei costi

Nel 2016 l'andamento dell'inflazione complessiva nell'area dell'euro, misurato dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), ha rispecchiato principalmente l'impatto dei corsi energetici. Tale impatto è all'origine dei bassi tassi o persino negativi nei primi mesi del 2016, ma anche del successivo andamento al rialzo allorché il contributo negativo dei beni energetici è venuto meno. L'inflazione di fondo, misurata dall'inflazione armonizzata al netto di energia e alimentari, non ha mostrato alcuna tendenza al rialzo, oscillando tra lo 0,7 e l'1,0 per cento durante l'anno.

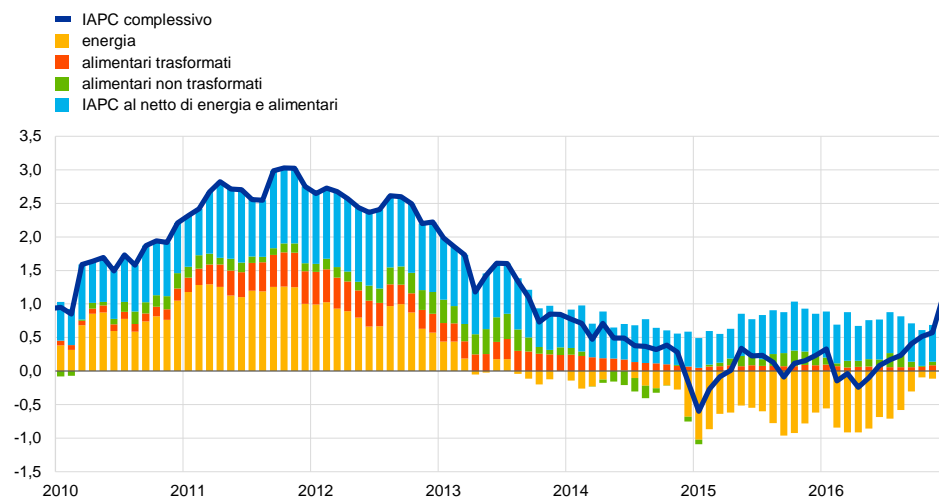
L'inflazione generale è stata trainata soprattutto dai prezzi dell'energia

L'inflazione complessiva nell'area dell'euro si è posizionata allo 0,2 per cento nella media del 2016, in rialzo dallo 0,0 per cento del 2015. Il profilo dell'inflazione misurata sullo IAPC è stato determinato per lo più dall'andamento dei prezzi dell'energia (cfr. grafico 13). L'inflazione generale è stata negativa in primavera, ma in seguito è aumentata gradualmente. In dicembre l'inflazione ha registrato un incremento di oltre 1,25 punti percentuali rispetto al livello minimo toccato in aprile.

Grafico 13

Inflazione misurata sullo IAPC e contributi per componente

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e contributi in punti percentuali)



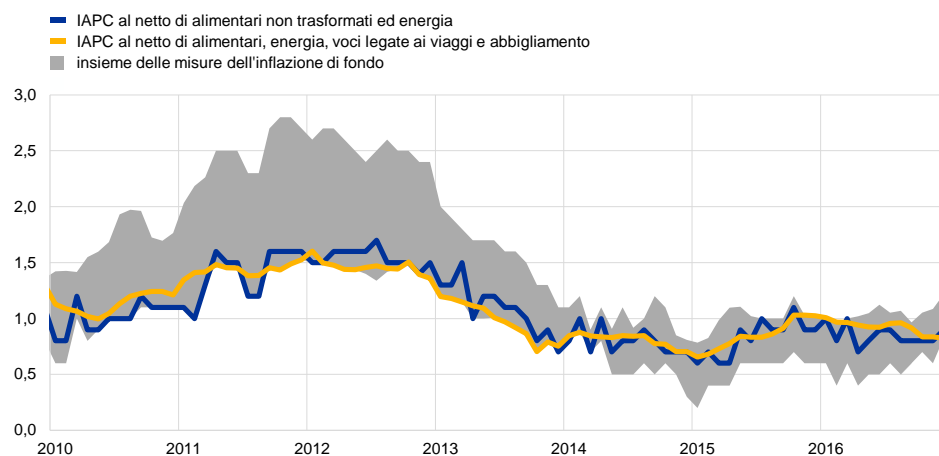
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Per contro, varie misure alternative dell'inflazione di fondo non hanno mostrato segnali evidenti di una tendenza al rialzo (cfr. grafico 14). L'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari ha oscillato tra lo 0,7 e l'1 per cento per tutto il 2016. L'inflazione di fondo non ha registrato movimenti al rialzo in parte per il manifestarsi, con un certo ritardo, degli effetti al ribasso indiretti dovuti al precedente netto calo dei corsi del petrolio e di altre materie prime. Nello specifico, anche le pressioni dal lato dei costi interni, in particolare quelle originate dalla dinamica salariale, sono rimaste contenute (per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 3).

Grafico 14

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: nell'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo sono stati considerati: lo IAPC al netto dei beni energetici; lo IAPC esclusi beni energetici e alimentari non trasformati; lo IAPC esclusi beni alimentari ed energetici; lo IAPC al netto di alimentari, energia, voci legate ai viaggi e abbigliamento; le medie troncate al 10 e al 30 per cento; la mediana dello IAPC e una misura basata su un modello a fattori dinamico. Le osservazioni più recenti si riferiscono al novembre 2016.

Analizzando più in dettaglio le componenti principali dello IAPC, l'inflazione dei beni energetici ha fornito un contributo negativo all'inflazione complessiva pari a -0,5 punti percentuali nella media del 2016, soprattutto a causa dell'andamento dei corsi petroliferi in euro, che hanno inciso principalmente sui prezzi al consumo dei carburanti liquidi. Questa dinamica si è anche riflessa sui prezzi al consumo del gas, ma la trasmissione è stata meno diretta, più debole e con maggiore ritardo¹⁴.

L'inflazione dei beni alimentari è ridiscesa all'1,0 per cento nella media del 2016, dopo che essere salita nel 2015 fino a toccare l'1,4 per cento nel quarto trimestre. Questa flessione e le oscillazioni registrate nel corso dell'anno sono state determinate principalmente dagli andamenti dei prezzi degli alimentari freschi, in particolare dei prodotti ortofrutticoli, riflettendo soprattutto effetti transitori come i bruschi aumenti connessi alle condizioni meteorologiche in luglio e agosto e la successiva forte correzione al ribasso in settembre e ottobre. Per contro, l'inflazione degli alimentari trasformati è rimasta sostanzialmente stabile per tutto l'anno.

La dinamica dei prezzi dei beni industriali non energetici è aumentata allo 0,7 per cento in gennaio e febbraio, per poi diminuire attestandosi allo 0,3 per cento tra agosto e dicembre. Questo calo è stato trainato all'andamento dei prezzi dei beni durevoli e semidurevoli, le due componenti dei beni industriali non energetici con il contenuto di importazioni più elevato, che quindi hanno risentito maggiormente dell'apprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro iniziato nella primavera del 2015. L'inflazione dei beni non durevoli è rimasta sostanzialmente stabile.

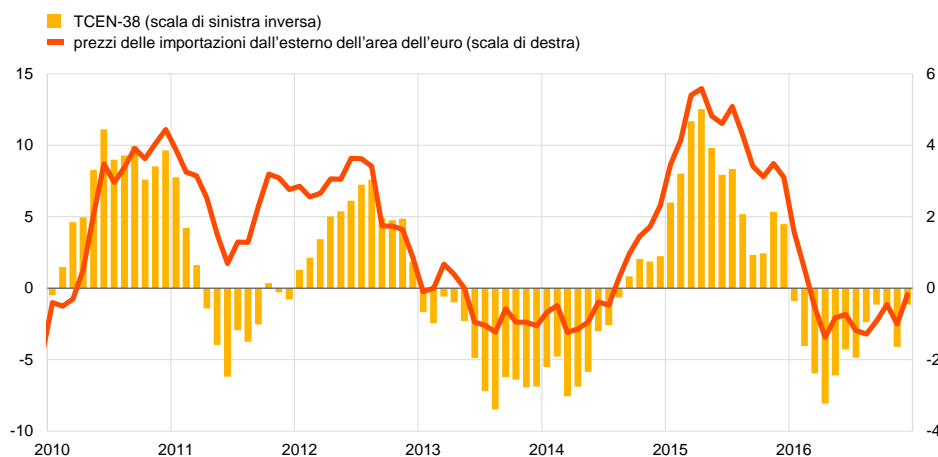
A tale riguardo, le pressioni all'origine si sono mantenute su livelli modesti nel 2016. Il tasso di variazione annuale dei prezzi all'importazione è sceso nettamente nel 2015 ed è rimasto negativo dagli inizi del 2016, riflettendo principalmente l'impatto diretto dell'apprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (cfr. grafico 15). Dal lato interno, l'inflazione alla produzione dei beni di consumo non alimentari ha oscillato su livelli intorno allo zero per tutto l'anno. L'andamento dei prezzi alla produzione dei beni intermedi segnala che i corsi del greggio e di altre materie prime hanno inciso notevolmente sui primi stadi della catena dei prezzi e successivamente hanno avuto un impatto anche agli stadi successivi (misurato dai prezzi dei beni al consumo).

¹⁴ Cfr. il riquadro *Corsi petroliferi e prezzi al consumo dell'energia nell'area dell'euro* nel numero 2/2016 del Bollettino economico della BCE.

Grafico 15

Prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari e andamento del tasso di cambio

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono al novembre 2016 per il TCEN-38 e all'ottobre 2016 per i prezzi all'importazione. Il TCEN-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro rispetto alle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro.

L'inflazione dei servizi ha oscillato intorno all'1,1 per cento per tutto il 2016, sensibilmente al di sotto della media di lungo periodo. Le voci nella componente dei servizi dello IAPC tendono a essere prodotte internamente, per cui i prezzi dei servizi dovrebbero essere connessi più strettamente agli andamenti della domanda interna e del costo del lavoro. Questi andamenti modesti riflettono quindi probabilmente il protrarsi di un considerevole margine di capacità inutilizzata nei mercati del lavoro e dei beni e servizi nell'area dell'euro.

Le pressioni derivanti dai costi interni sono rimaste contenute

Le spinte inflazionistiche interne originate dal costo del lavoro sono rimaste deboli nei primi tre trimestri del 2016.

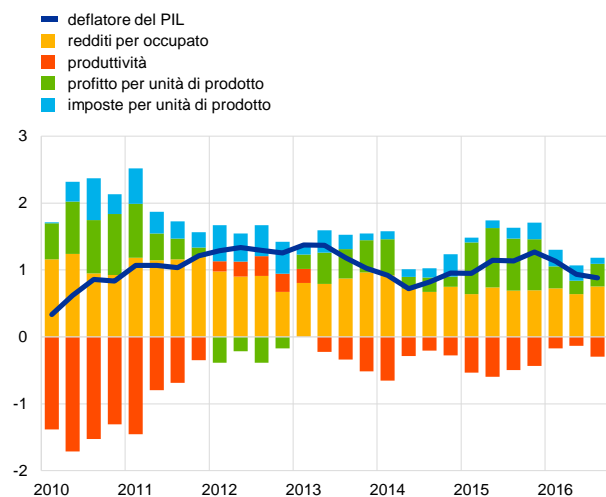
La crescita dei redditi per addetto e quella del costo unitario del lavoro nell'area dell'euro si sono collocate rispettivamente all'1,3 e allo 0,9 per cento in media dei primi tre trimestri del 2016 (cfr. grafico 16). Il lieve rialzo del costo unitario del lavoro nel 2016 rispetto al 2015 ha rispecchiato soprattutto un rallentamento della produttività del lavoro, mentre la crescita dei redditi per addetto è rimasta modesta. Il contenimento delle pressioni salariali è ascrivibile a vari fattori, fra cui il permanere di un significativo eccesso di offerta sul mercato del lavoro, le riforme strutturali nei mercati del lavoro degli ultimi anni, che hanno determinato una maggiore flessibilità verso il basso dei salari in alcuni paesi dell'area, e il basso livello di inflazione¹⁵.

¹⁵ Cfr. il riquadro *Le tendenze recenti dei salari nell'area dell'euro* nel numero 3/2016 del Bollettino economico della BCE.

Grafico 16

Scomposizione del deflatore del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Le spinte inflazionistiche interne originate dall'andamento dei profitti (misurati in termini di margine operativo lordo) sono diminuite lievemente nel 2016 rispetto al 2015. Ciò potrebbe indicare che gli effetti al rialzo sui profitti dovuti alle migliori ragioni di scambio legate alla debolezza dei corsi petroliferi, il fattore determinante per l'incremento dei profitti nel 2015, si sono progressivamente esauriti mentre i corsi petroliferi hanno continuato a recuperare dai livelli minimi raggiunti agli inizi del 2016¹⁶. Pertanto, i profitti per unità di prodotto sono stati la determinante principale del lieve calo del tasso di variazione del deflatore del PIL tra il quarto trimestre del 2015 e il terzo trimestre del 2016.

Le aspettative di inflazione a lungo termine si sono stabilizzate

Le aspettative di inflazione a lungo termine desunte dalle indagini si sono stabilizzate nel 2016. Secondo la Survey of Professional Forecasters le aspettative di inflazione a cinque anni si sono collocate all'1,8 per cento in tutti e quattro gli esercizi per il 2016. Secondo l'indagine Consensus Economics dell'ottobre 2016, le aspettative di inflazione a più lungo termine si sono collocate su un livello lievemente superiore, all'1,9 per cento. Dopo aver toccato i minimi storici in luglio, le aspettative di inflazione implicite nei tassi swap indicizzati all'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale hanno segnato un recupero. Tuttavia, le aspettative di inflazione a lungo termine desunte dai mercati sono rimaste inferiori rispetto a quelle desunte dalle indagini per tutto l'anno.

Riquadro 3

Tendenze dell'inflazione di fondo: il ruolo della dinamica salariale

Mancano ancora segnali convincenti di una tendenza al rialzo dell'inflazione di fondo nel 2016. Questo riquadro esamina alcuni fattori che probabilmente hanno frenato la dinamica e in particolare il contributo delle retribuzioni al contenimento dell'inflazione.

Nel 2016 l'inflazione armonizzata al netto di alimentari ed energia ha continuato a oscillare tra lo 0,7 e l'1,0 per cento, ben al di sotto della sua media storica (cfr. grafico A). Tale andamento ha rispecchiato in particolare l'inflazione ancora contenuta nel settore dei servizi, ma è stato altresì rafforzato da una nuova variazione al ribasso dell'inflazione dei beni industriali non energetici dopo una certa ripresa tra il 2015 e gli inizi del 2016. Questi andamenti moderati sono in parte riconducibili agli effetti indiretti al ribasso che i minori prezzi del petrolio e di altre materie prime hanno esercitato sui prezzi degli input per la produzione di determinati servizi (ad esempio, i

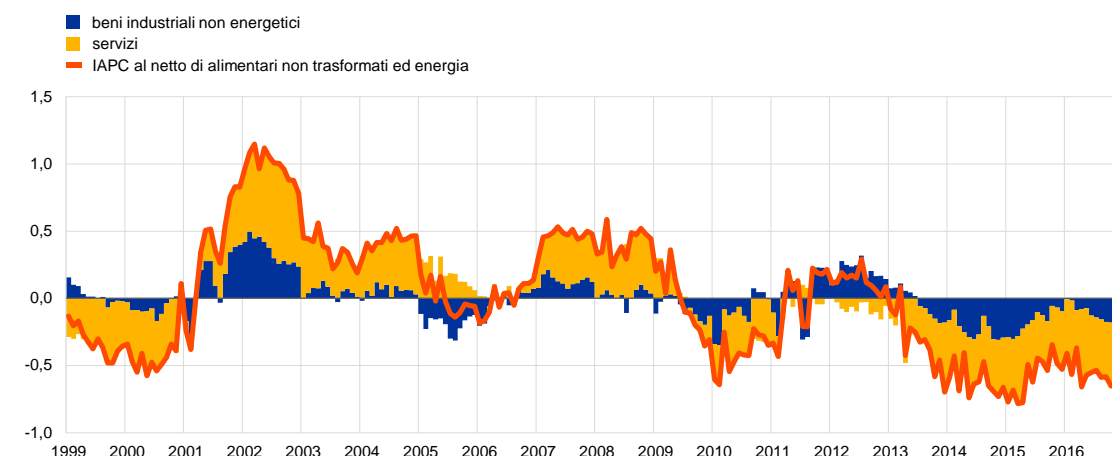
¹⁶ Cfr. il riquadro *Fattori sottostanti la recente divergenza tra il deflatore del PIL e lo IAPC al netto di energia e alimentari nell'area dell'euro* nel numero 6/2016 del Bollettino economico della BCE.

trasporti) e beni di consumo (ad esempio, i prodotti farmaceutici). Inoltre, la moderata dinamica dei prezzi a livello mondiale ha frenato i prezzi dei beni di consumo importati direttamente.

Grafico A

Deviazione dello IAPC al netto di alimentari ed energia dalla sua media di lungo termine e contributi delle principali componenti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: la linea rossa indica la deviazione del tasso di crescita sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo al netto di alimentari ed energia dalla sua media di lungo termine dell'1,4 per cento a partire dal 1999. I contributi sono evidenziati come deviazioni dalla loro media di lungo termine.

Peraltro, il contenimento dell'inflazione di fondo è ascrivibile principalmente ai moderati andamenti interni dei prezzi e dei costi. Le retribuzioni rappresentano un'ampia parte dei costi degli input, in particolare nel settore dei servizi che normalmente è a maggiore intensità di lavoro. Tuttavia, un cambiamento della dinamica dei salari nominali non necessariamente esercita pressioni sulle imprese per correggere i prezzi, ad esempio se il cambiamento è dovuto a una variazione della produttività del lavoro. Pertanto, nel valutare le pressioni sui costi, spesso è utile analizzare le variazioni del costo unitario del lavoro, calcolato come la differenza tra la crescita dei salari nominali e la variazione tendenziale della produttività del lavoro. Inoltre, le imprese potrebbero decidere di adattare i loro margini di profitto invece dei prezzi in risposta a una variazione del costo unitario del lavoro. A prescindere dai movimenti di breve periodo dovuti alle variazioni della produttività, la dinamica del costo unitario del lavoro si sarebbe sviluppata in linea con quella dei salari nel recente passato¹⁷.

La dinamica salariale è rimasta moderata nel 2016 secondo i vari indicatori. In particolare, la crescita delle retribuzioni contrattuali si è aggirata intorno a tassi storicamente contenuti, mentre la dinamica dei redditi per occupato o per ora lavorata è stata persino più modesta (cfr. grafico B). La differenza tra la crescita delle retribuzioni contrattuali e quella dei salari effettivi ha determinato un'inerzia salariale negativa, che può essere considerata un indicatore delle spinte al ribasso sui salari. A livello settoriale, la crescita salariale è diminuita sensibilmente sia nel settore dei servizi di

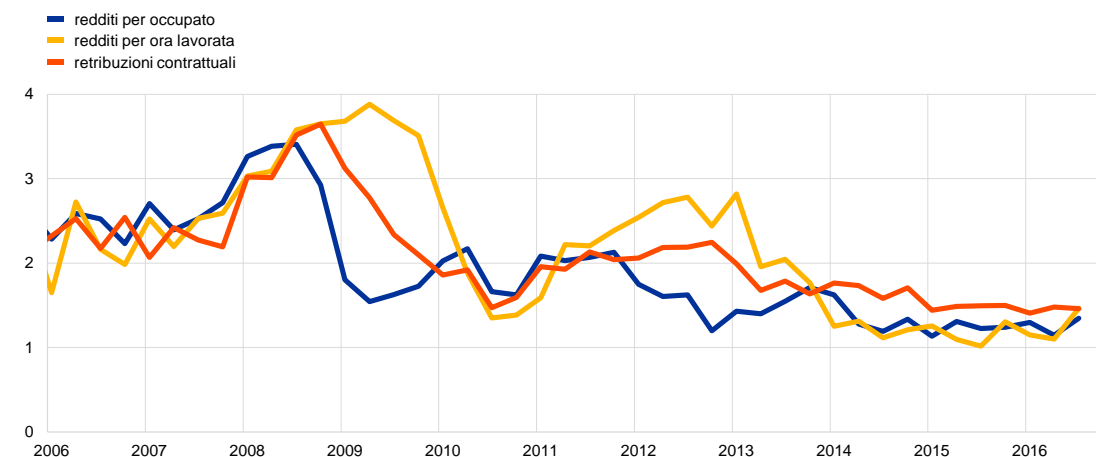
¹⁷ Il tasso di variazione tendenziale del costo unitario del lavoro è aumentato nei primi tre trimestri del 2016 rispetto al 2015, soprattutto per effetto di un rallentamento della produttività del lavoro, pur rimanendo ben al di sotto della sua media storica. Tuttavia, nell'attuale contesto caratterizzato da bassi tassi di inflazione, l'aumento del costo unitario del lavoro è stato assorbito da una correzione dei margini di profitto.

mercato sia nell'industria al netto delle costruzioni. Resta da chiarire cosa abbia determinato una dinamica salariale così modesta.

Grafico B

Crescita dei salari nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Un modo naturale per valutare la dinamica salariale è quello di esaminarla attraverso la lente di un modello di curva di Phillips standard. Secondo il modello, i salari sono determinati dalle aspettative di inflazione (in questo caso, le attese retrospettive¹⁸), dalla produttività e dal tasso di disoccupazione (cfr. grafico C). La scomposizione della dinamica salariale in questi fattori indica che la crescita salariale inferiore alla media nel 2016 è stata determinata principalmente dal contributo al di sotto della media della passata inflazione e dell'elevata disoccupazione. L'esigenza di ridurre la disoccupazione e le riforme del mercato del lavoro in vari paesi hanno fatto sì che le contrattazioni salariali fossero rivolte ad accrescere l'occupazione più che le retribuzioni. Vi sono poi evidenze del fatto che le rigidità salariali verso il basso sono diminuite nel complesso dell'area dell'euro, specie nei paesi colpiti da un forte shock macroeconomico negativo¹⁹. I bassi livelli di inflazione negli ultimi anni avrebbero influenzato la dinamica salariale in vari modi. Di fatto, potrebbero essere diminuite le pressioni nella contrattazione salariale in quanto i bassi prezzi del petrolio hanno rafforzato il potere d'acquisto dei salari. Anche la crescita della produttività ha fornito di recente un contributo negativo alla dinamica salariale rispetto agli andamenti di lungo periodo.

In prospettiva, il contributo negativo fornito da tutti questi fattori alla crescita salariale dovrebbe esaurirsi gradualmente. In primo luogo, la capacità inutilizzata nel mercato del lavoro dovrebbe diminuire ulteriormente visto che la ripresa economica continua e le riforme del mercato del lavoro contribuiscono a creare occupazione. In secondo luogo, gli effetti dei passati cali delle quotazioni petrolifere si sarebbero esauriti, determinando un ulteriore rialzo dell'inflazione e riducendo l'impatto

¹⁸ Includere le aspettative d'inflazione senza la componente retrospettiva è pressoché ininfluenza in termini di potere esplicativo.

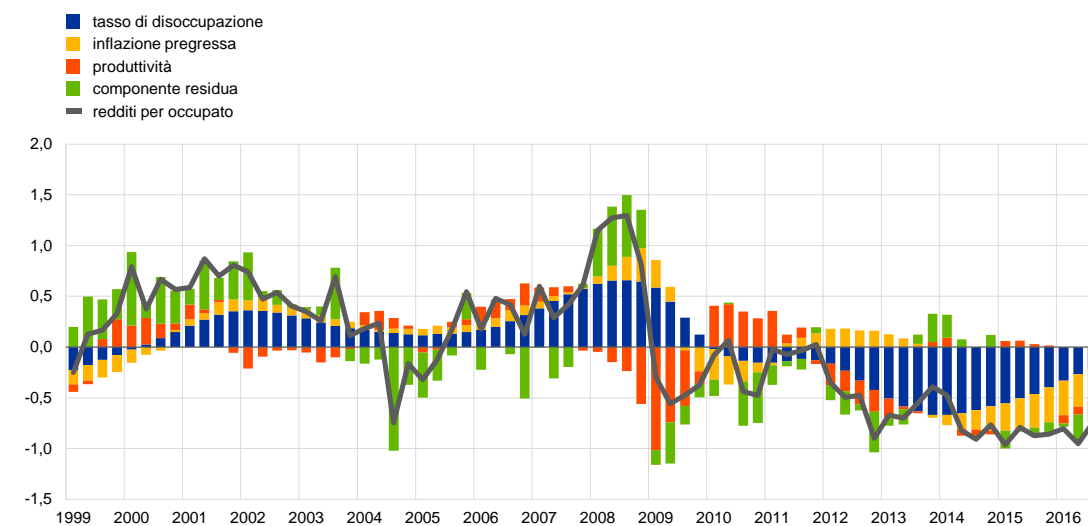
¹⁹ Cfr. l'articolo *Nuove evidenze sul processo di adeguamento dei salari in Europa nel periodo 2010-2013* nel numero 5/2016 del Bollettino economico della BCE, e Anderton, R. e Bonthuis, B., "Downward Wage Rigidities in the Euro Area", *Research Paper Series*, n. 2015/09, Nottingham University Centre for Research on Globalisation and Economic Policy, 2015.

restrittivo sugli accordi salariali. Nel complesso, le maggiori pressioni salariali attese dovrebbero poi trasmettersi anche all'inflazione sottostante.

Grafico C

Scomposizione della crescita salariale basata su un modello di curva di Phillips

(variazioni percentuali sui dodici mesi e contributi in punti percentuali: valori in termini di deviazione dalla loro media di lungo termine)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea grigia mostra le deviazioni a lungo termine del tasso di crescita sui dodici mesi dei redditi per occupato. Anche i contributi (inclusi i residui) sono riportati come deviazioni dalla loro media a lungo termine. I valori sono calcolati in base a una regressione delle retribuzioni per occupato (la crescita trimestrale annualizzata della serie destagionalizzata) sul loro valore ritardato, l'inflazione ritardata, la produttività per occupato, il tasso di disoccupazione ritardato e una costante.

1.5 Gli andamenti monetari e creditizi

I bassi tassi di interesse e gli effetti delle misure di politica monetaria della BCE hanno continuato a sostenere le dinamiche della moneta e del credito. La crescita della moneta si è stabilizzata nel 2016 a un livello sostenuto, mentre la graduale ripresa del credito è proseguita.

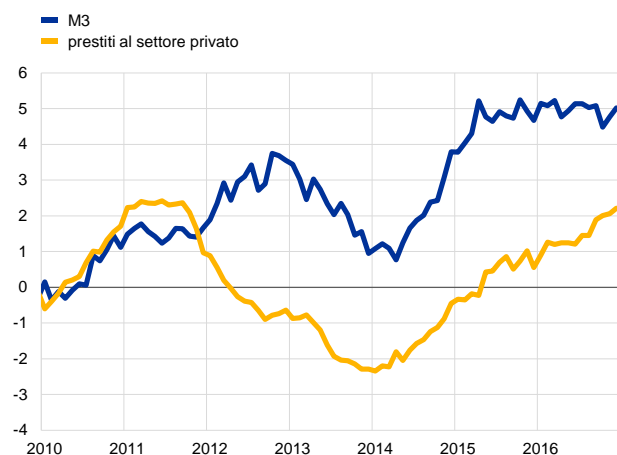
La crescita della moneta è rimasta sostanzialmente stabile

Nel 2016 l'espansione dell'aggregato monetario ampio è rimasta sostanzialmente stabile, anche se la dinamica di M3 si è lievemente indebolita nella seconda metà dell'anno (cfr. grafico 17). A dicembre 2016 la crescita annua di M3 si è collocata al 5,0 per cento, a fronte del 4,7 per cento di fine 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. Le misure non convenzionali della BCE, in particolare il suo Programma di acquisto di attività (PAA), hanno rappresentato delle importanti determinanti aggiuntive degli 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 società non finanziarie (SNF), è stata sostenuta, ma ha rallentato dal suo massimo di metà 2015. A dicembre 2016 si collocava all'8,8 per cento, a fronte del 10,7 per cento del dicembre 2015.

Grafico 17 M3 e prestiti al settore privato

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

Con riferimento alle altre componenti principali di M3, la bassa remunerazione delle attività monetarie meno liquide ha contribuito alla perdurante contrazione dei depositi a breve termine diversi da quelli overnight (ossia M2 meno M1), che ha continuato a frenare l'espansione di M3. Il tasso di crescita degli strumenti negoziabili (M3 meno M2), che hanno un peso ridotto all'interno di M3, ha segnato un moderato recupero, favorito da una crescita sostenuta delle quote/azioni di fondi monetari e dall'aumento delle posizioni in titoli di debito a breve termine delle banche.

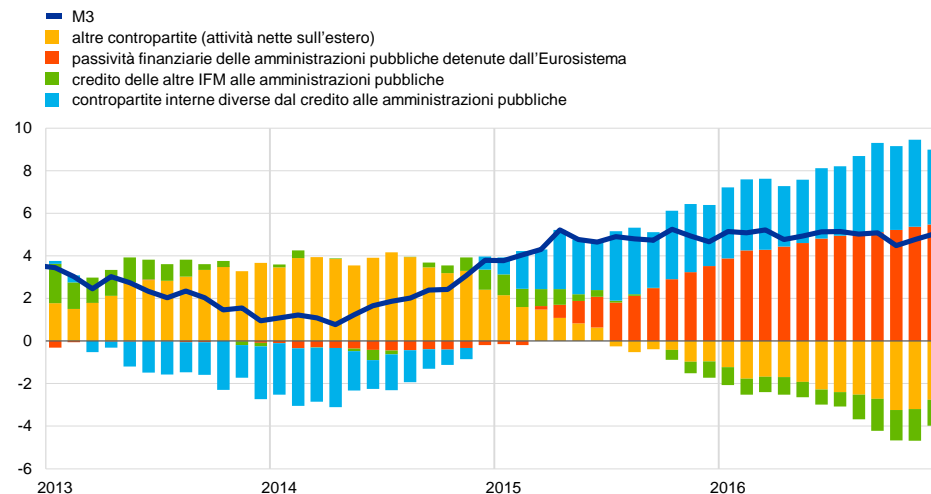
La creazione di moneta è stata ancora una volta determinata da fonti interne

Le contropartite interne diverse dal credito alle amministrazioni pubbliche hanno apportato un contributo positivo alla crescita di M3 nel 2016 (cfr. le barre blu nel grafico 18). Da una parte, ciò ha rispecchiato la graduale ripresa dell'espansione del credito al settore privato. Dall'altra, il tasso di variazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve), significativamente negativo, ha continuato ad alimentare la crescita di M3. Tale andamento è in parte ascrivibile alla curva dei rendimenti relativamente piatta per effetto delle misure di politica monetaria della BCE, che ha reso meno favorevole per gli investitori detenere depositi e obbligazioni bancarie a lungo termine. A tale dinamica ha contribuito anche l'attrattiva delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) quale alternativa al finanziamento di mercato a più lungo termine per le banche.

Grafico 18

M3 e le sue contropartite

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; 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 (incluso il capitale e le riserve), il credito delle IFM al settore privato e altre contropartite.

Gli acquisti di titoli di debito nell'ambito del Programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP) hanno avuto un notevole impatto positivo sull'espansione di M3 (cfr. le barre arancione nel grafico 18). Per contro, il contributo del credito alle amministrazioni pubbliche da parte delle istituzioni finanziarie monetarie, escluso l'Eurosistema, è stato negativo (cfr. le barre verdi nel grafico 18). Al contempo, la posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro (che è speculare alla posizione debitoria netta sull'estero dei soggetti dell'area dell'euro diversi dalle IFM regolata per il tramite di banche) ha continuato a fornire il principale contributo negativo alla crescita annuale di M3 (cfr. le barre rosse nel grafico 18). Tale andamento ha rispecchiato in particolare gli attuali deflussi di capitali dall'area dell'euro e le ricomposizioni di portafoglio a favore di strumenti di investimento esteri. Le vendite legate al PSPP di titoli di Stato dell'area dell'euro da parte di non residenti hanno fornito un contributo significativo a questa tendenza, in quanto i proventi sono stati investiti principalmente in strumenti esteri.

L'espansione del credito ha continuato a registrare una ripresa moderata

La graduale ripresa della crescita del credito ha riflesso l'andamento dei prestiti al settore privato (cfr. grafico 17). Il tasso di espansione sui 12 mesi del credito delle IFM ai residenti dell'area dell'euro (inclusi le amministrazioni pubbliche e il settore privato) è aumentato nel corso del 2016, collocandosi al 4,7 per cento a dicembre, in aumento dal 2,3 per cento del dicembre 2015. Vi è stato un notevole miglioramento delle dinamiche, soprattutto nel comparto dei prestiti alle società non finanziarie. La crescita dei prestiti alle SNF ha registrato una marcata ripresa dal minimo del primo trimestre 2014. Tale andamento ha beneficiato di una notevole riduzione dei tassi sui

prestiti bancari favorita da un ulteriore calo dei costi della provvista bancaria, ascrivibile in particolare alle misure di politica monetaria non convenzionali della BCE. Tuttavia, il consolidamento dei bilanci bancari e i livelli ancora elevati dei prestiti in sofferenza in alcuni paesi continuano a frenare la crescita del credito.

Inoltre, come indicato dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro del gennaio 2017, le variazioni della domanda di prestiti in tutte le categorie hanno alimentato una ripresa della crescita dei finanziamenti, mentre i criteri di concessione del credito alle imprese si stanno complessivamente stabilizzando. Tale indagine ha identificato il basso livello generale dei tassi di interesse, le attività di fusione e acquisizione, le ristrutturazioni societarie e le prospettive del mercato immobiliare residenziale come importanti determinanti della crescente domanda di prestiti. In questo contesto, il programma ampliato di acquisti di attività (PAA) ha avuto un impatto netto espansivo sui criteri di fido e in particolare sui termini e sulle condizioni di credito. Le banche hanno altresì segnalato che la liquidità aggiuntiva derivante dal PAA e dalle OMRLT è stata utilizzata per erogare prestiti, nonché per sostituire finanziamenti da altre fonti. Hanno inoltre indicato che il tasso negativo sui depositi presso la BCE aveva avuto un impatto positivo sui volumi di credito contribuendo al tempo stesso a una contrazione dei margini sui prestiti.

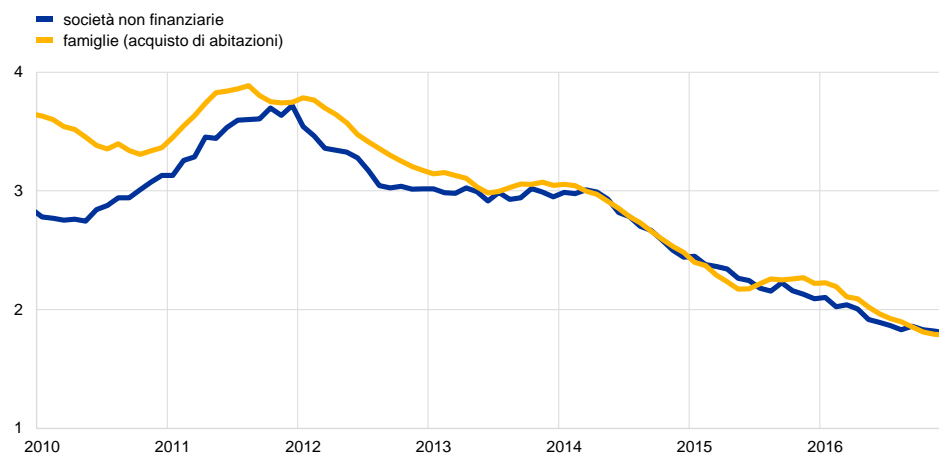
I tassi sui prestiti bancari alle famiglie e alle imprese non finanziarie sono scesi a minimi storici

L'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE, la migliorata situazione dei bilanci e la minore frammentazione nei mercati finanziari in generale hanno favorito un calo del costo composito della provvista bancaria, che ha raggiunto minimi storici. Dal giugno 2014 le banche hanno progressivamente trasmesso la flessione dei costi di provvista ai tassi sui prestiti (cfr. grafico 19), che sono analogamente diminuiti a minimi senza precedenti. Tra l'inizio di giugno 2014 (l'inizio dell'allentamento creditizio da parte della BCE) e dicembre 2016, i tassi compositi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie sono diminuiti di circa 110 punti base. Inoltre, i tassi sui prestiti bancari a SNF e famiglie hanno continuato a evidenziare una ridotta dispersione tra paesi.

Grafico 19

Tassi compositi sui prestiti bancari alle società non finanziarie e alle famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Nota: l'indicatore del tasso composito sui prestiti bancari è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine tramite una media mobile a 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni.

1.6 Politiche di bilancio e riforme strutturali

Nel 2016 il disavanzo delle amministrazioni pubbliche ha continuato a diminuire nell'area dell'euro, principalmente per effetto dei minori pagamenti per interessi e della favorevole posizione nel ciclo economico, a fronte di un orientamento espansivo delle politiche di bilancio. È inoltre proseguito il calo del rapporto tra debito pubblico e PIL nell'area. Ciò nonostante, il livello del debito rimane elevato in alcuni paesi; occorrono quindi ulteriori sforzi di risanamento dei conti pubblici e politiche di bilancio più favorevoli alla crescita per imprimere al rapporto debito/PIL una solida dinamica discendente. Una più decisa attuazione delle riforme del quadro regolamentare e del contesto per l'attività di impresa contribuirebbe ad aumentare la crescita potenziale nell'area dell'euro. In aggiunta, per promuovere l'occupazione sono indispensabili riforme globali dei mercati del lavoro.

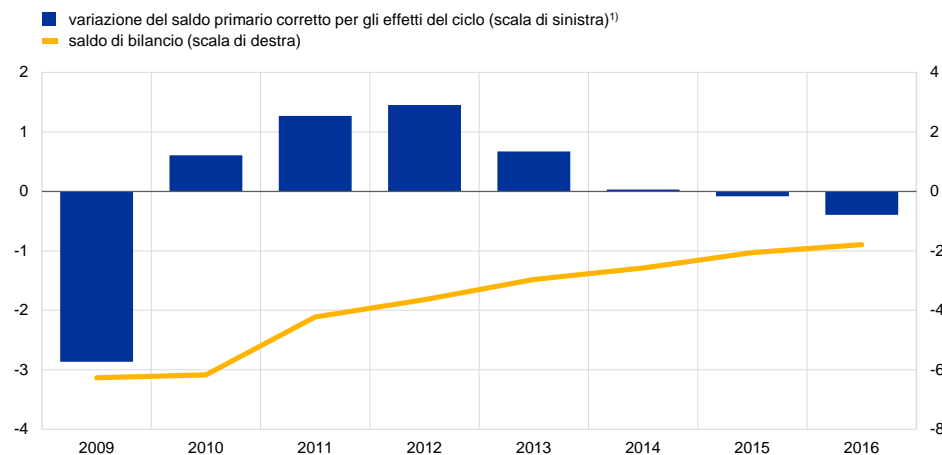
I disavanzi di bilancio sono diminuiti ancora nel 2016

Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2016 indicavano un calo del disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro dal 2,1 per cento del PIL nel 2015 all'1,8 per cento del PIL nel 2016 (cfr. grafico 20). Questo dato è sostanzialmente analogo alle previsioni economiche dell'inverno 2017 pubblicate dalla Commissione europea. La riduzione del disavanzo è riconducibile ai pagamenti per interessi più contenuti e alla favorevole posizione nel ciclo economico, fattori che hanno più che compensato il deterioramento del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico. La diminuzione del disavanzo aggregato per l'area dell'euro ha riflesso le migliori posizioni di bilancio osservate nella maggior parte dei paesi dell'area.

Grafico 20

Saldo di bilancio e orientamento delle politiche di finanza pubblica

(in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat e proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2016.

1) Variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico, al netto dell'impatto delle misure di sostegno a favore del settore finanziario.

L'intonazione delle politiche di bilancio (misurata dalla variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico, al netto dell'impatto delle misure di sostegno al settore finanziario) è stata espansiva nel 2016 (cfr. grafico 20)²⁰, soprattutto per effetto delle misure discrezionali dal lato delle entrate, fra cui i tagli alle imposte dirette decisi in diversi paesi dell'area dell'euro. A tale evoluzione ha contribuito anche la dinamica delle prestazioni sociali e dei consumi intermedi. Vi sono indicazioni che alcuni paesi potrebbero aver utilizzato parte dei risparmi conseguiti grazie ai minori tassi di interesse per incrementare la spesa primaria, anziché ridurre i livelli del debito pubblico o costituire riserve. L'afflusso di rifugiati ha inciso sulle finanze pubbliche in misura inferiore rispetto all'anno precedente.

È proseguito il calo del rapporto tra debito pubblico e PIL nell'area dell'euro

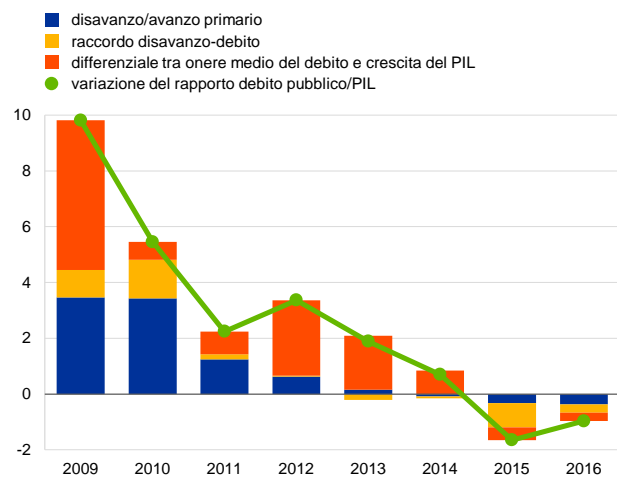
Dopo il massimo toccato nel 2014, il debito delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro (in rapporto al PIL) ha continuato a diminuire con gradualità. Secondo le proiezioni macroeconomiche di dicembre 2016 degli esperti dell'Eurosistema, il debito pubblico è sceso all'89,4 per cento del PIL nel 2016, dal 90,4 per cento nell'anno precedente. Il miglioramento osservato nel 2016 è ascrivibile pressoché in eguale misura a tre fattori: a) l'evoluzione positiva del differenziale tra l'onere medio del debito e la crescita del PIL, di riflesso ai bassi tassi di interesse e alla ripresa economica; b) i modesti avanzi primari; c) i raccordi disavanzo-debito negativi (cfr. grafico 21).

²⁰ Per una trattazione in merito all'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. L'adeguatezza dell'intonazione delle politiche di bilancio nell'area non è semplice da valutare. La valutazione deve contemperare vari obiettivi, ad esempio le esigenze di sostenibilità e di stabilizzazione, e tenere conto dei problemi di misurazione che riguardano in particolare l'output gap.

Grafico 21

Determinanti del debito pubblico

(variazione in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat e proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2016.

In alcuni paesi, tuttavia, il debito pubblico permane su livelli elevati ed è persino in aumento. Il dato è tanto più allarmante se si considera che un debito elevato accresce la vulnerabilità dell'economia a shock macroeconomici e a episodi di instabilità nei mercati finanziari, oltre a limitare la capacità della politica di bilancio di adottare misure per assorbire gli shock economici²¹. Pertanto, i paesi caratterizzati da un cospicuo rapporto debito/PIL dovrebbero adoperarsi particolarmente per imprimere a tale rapporto una solida dinamica discendente, nel pieno rispetto del Patto di stabilità e crescita (PSC). Contenere i rischi per la sostenibilità del debito è fondamentale anche in una prospettiva di più lungo termine, alla luce delle sfide poste dall'invecchiamento della popolazione e dal conseguente incremento dei costi dei sistemi pensionistici, della sanità e dell'assistenza di lungo periodo. Nel rapporto sui sistemi sanitari del 2016, la Commissione europea individua i principali interventi di

riforma necessari nei paesi dell'UE per limitare le pressioni dal lato della spesa nel settore della sanità e dell'assistenza a lungo termine²².

Il margine di intervento della politica di bilancio è variato da un paese all'altro

Mentre diversi paesi dell'area dell'euro devono compiere ulteriori sforzi di risanamento per assicurare la sostenibilità delle loro finanze pubbliche, altri dispongono di margini di intervento nei propri bilanci, che possono utilizzare pur restando pienamente conformi al PSC. Il PSC prevede un certo grado di flessibilità, che può potenzialmente aiutare ad affrontare le esigenze di stabilizzazione presenti a livello nazionale. Ad esempio, esso offre un certo spazio di manovra per quanto concerne gli investimenti pubblici e i costi delle riforme strutturali.

L'entità e l'utilizzo di tale margine di intervento hanno differito tra i paesi dell'area dell'euro. Alcuni, come la Germania, hanno sfruttato lo spazio di manovra disponibile, ad esempio per far fronte al considerevole impatto esercitato sui conti pubblici dall'afflusso di rifugiati. Per contro, ai paesi senza alcun margine di intervento è stato chiesto di attuare misure che assicurassero l'ottemperanza agli obblighi del PSC. Ad alcuni paesi, tra cui Italia, Lettonia e Lituania, è stato anche concesso spazio di manovra per un incremento del disavanzo in virtù della flessibilità prevista dal PSC in caso di investimenti pubblici, riforme dei sistemi pensionistici e riforme strutturali.

²¹ Cfr. l'articolo *Strategie di riduzione del debito pubblico nell'area dell'euro*, nel numero 3/2016 del Bollettino economico della BCE.

²² Cfr. "Joint report on health care and long-term care systems and fiscal sustainability", *Institutional Paper*, n. 37, Commissione europea, ottobre 2016.

Per utilizzare al meglio il margine di intervento disponibile, i paesi dovrebbero concentrare la propria azione su investimenti pubblici ben mirati dai quali ci si possa attendere un contributo duraturo alla crescita economica nel medio termine. Malgrado l'incertezza circa l'entità degli effetti macroeconomici, ci si può aspettare che gli investimenti pubblici esercitino un impatto positivo sulla domanda e aumentino il prodotto potenziale attraverso un incremento dello stock di capitale pubblico²³.

Inoltre, al fine di sostenere la stabilizzazione economica, i paesi dovrebbero adoperarsi anche per il conseguimento di una composizione delle politiche di bilancio più orientata alla crescita. Dal lato delle uscite, le revisioni della spesa (*spending review*) rappresentano uno strumento promettente per individuare le prestazioni che non determinano necessariamente un aumento del benessere e sulle quali si potrebbe intervenire per assicurare un impiego più efficiente delle risorse pubbliche. Dal lato delle entrate, rendere il sistema tributario più favorevole alla crescita e limitare l'evasione fiscale rappresentano importanti ambiti di riforma in diversi paesi. In particolare, la riduzione del cuneo fiscale sul lavoro (vale a dire l'incidenza sui redditi da lavoro dell'imposta sul reddito delle persone fisiche e dei contributi previdenziali) può avere ricadute positive sulla crescita e sull'occupazione²⁴.

Rispetto delle regole di bilancio dell'UE: quadro disomogeneo tra paesi

I paesi devono assicurare la rigorosa aderenza agli obblighi del PSC e la tempestiva correzione dei rischi per la sostenibilità del debito. Nel 2016 il rispetto del PSC da parte dei paesi dell'area è stato piuttosto disomogeneo, mentre dal punto di vista dell'attuazione sarebbe stata auspicabile una più convinta applicazione delle regole di bilancio al fine di preservare la piena credibilità del Patto.

Il risanamento dei conti pubblici registra progressi, il che ha concorso fra l'altro all'abrogazione delle procedure per i disavanzi eccessivi (PDE) di diversi paesi. Nel 2016 sono state chiuse, come da scadenza, le PDE relative a Irlanda e Slovenia ed è stata abrogata la PDE per Cipro, con un anno di anticipo sul termine previsto. Fra i paesi dell'area dell'euro, solo Francia, Spagna e Portogallo erano ancora soggetti al braccio correttivo del PSC all'inizio del 2017²⁵.

Nondimeno, per diversi paesi dell'area dell'euro la Commissione ha riscontrato ampi divari fra l'azione di risanamento e i requisiti del PSC per il 2016 e per gli esercizi successivi, ma ciò non ha determinato un inasprimento rilevante delle procedure

²³ Cfr. l'articolo *Investimenti pubblici in Europa* nel numero 2/2016 del Bollettino economico della BCE.

²⁴ Cfr. ad esempio Attinasi et al., "Budget-neutral labour tax wedge reductions: a simulation-based analysis for selected euro area countries", *Discussion Paper*, n. 26, Deutsche Bundesbank, 2016.

²⁵ La Grecia è soggetta a un programma di assistenza finanziaria e non viene pertanto inclusa nelle valutazioni di conformità al PSC condotte ai fini della sorveglianza sulla politica di bilancio.

previste dal PSC²⁶. Ad esempio, nell'ambito delle raccomandazioni specifiche per paese, pubblicate nel maggio 2016, la Commissione ha esaminato il mancato rispetto del benchmark numerico sul debito da parte di Belgio, Italia e Finlandia nel 2015. Ciò nonostante, alla luce della valutazione del benchmark numerico per la correzione del debito e/o degli altri fattori rilevanti indicati nel PSC, la Commissione ha deciso di non avviare PDE. Inoltre, pur in assenza di azioni efficaci da parte di Spagna e Portogallo, nell'agosto 2016 il Consiglio ha accolto la raccomandazione della Commissione di non imporre sanzioni ai due paesi. Alla Spagna è stata invece concessa una proroga di due anni della scadenza della PDE, ora fissata al 2018, assieme a una significativa riduzione dell'aggiustamento richiesto. Nel caso del Portogallo, sul cui bilancio hanno gravato i costi dell'assistenza erogata al settore finanziario nel 2015, la scadenza della PDE è stata prolungata di un anno, fino al 2016. In aggiunta, la Commissione non ha proposto la sospensione di parti dei fondi strutturali e di investimento europei.

Il 16 novembre 2016 la Commissione europea ha pubblicato la sua valutazione dei documenti programmatici di bilancio per il 2017. Ne emergeva che sei paesi sottoposti al braccio preventivo (Belgio, Italia, Cipro, Lituania, Slovenia e Finlandia) erano a rischio di non conformità con gli obblighi del PSC²⁷. Tra i paesi soggetti al braccio correttivo, la Francia e, in seguito alla presentazione del documento programmatico di bilancio aggiornato, la Spagna sono state giudicate sostanzialmente conformi con i requisiti del PSC. Per quanto riguarda il Portogallo, ci si attendeva che il paese superasse la soglia di deviazione significativa, benché di strettissima misura. Nella dichiarazione rilasciata il 5 dicembre 2016, l'Eurogruppo ha sottolineato che i paesi sottoposti al braccio correttivo del PSC dovrebbero assicurare una tempestiva correzione del disavanzo eccessivo e, successivamente, una appropriata convergenza verso l'obiettivo di medio termine e il rispetto della regola del debito²⁸.

Istituzioni più solide sono indispensabili per un aumento della crescita potenziale

Benché la ripresa economica prosegua, nel medio-lungo periodo persistono alcune sfide strutturali per la crescita nell'area dell'euro. La fiacca evoluzione della produttività, gli elevati livelli di indebitamento e la disoccupazione strutturale ostacolano un rafforzamento dell'espansione economica e rendono necessari nuovi impulsi, sotto forma di politiche dal lato dell'offerta. Vi sono ampie evidenze che la debolezza del PIL tendenziale e della crescita dell'occupazione dipenda dall'inferiore qualità delle istituzioni nazionali (quali il controllo della corruzione e lo stato di diritto),

²⁶ Cfr. il riquadro *Le raccomandazioni specifiche per le politiche di bilancio dei singoli paesi formulate nell'ambito del Semestre europeo 2016* nel numero 4/2016 del Bollettino economico della BCE.

²⁷ Cfr. la *comunicazione* pubblicata dalla Commissione europea il 16 novembre 2016. Per un'analisi della valutazione della Commissione, cfr. il riquadro *Valutazione dei documenti programmatici di bilancio per il 2017 e situazione di finanza pubblica nell'insieme dell'area dell'euro* nel numero 8/2016 del Bollettino economico della BCE.

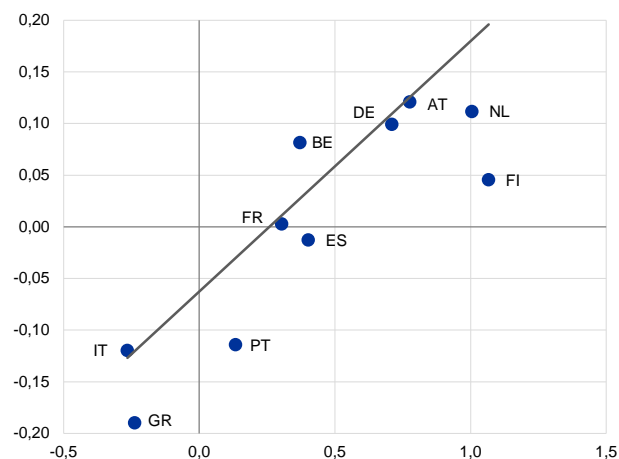
²⁸ Cfr. la *dichiarazione* diffusa dall'Eurogruppo il 5 dicembre 2016.

nonché da rigidità nei mercati del lavoro e in quelli dei beni e servizi²⁹. Di fatto, istituzioni e strutture economiche solide sono essenziali per la capacità di tenuta e la prosperità a lungo termine dell'area dell'euro (cfr. grafico 22)³⁰.

Grafico 22

Relazione fra istituzioni e crescita in Europa

(asse delle ascisse: qualità istituzionale nel 1999; asse delle ordinate: crescita effettiva/attesa nel periodo 1999-2016)



Fonti: Eurostat, Banca mondiale ed elaborazioni della BCE.

Note: la qualità istituzionale è misurata come media dei sei Worldwide Governance Indicators della Banca mondiale (voice e accountability, efficacia delle amministrazioni pubbliche, stato di diritto, qualità del quadro regolatorio, contrasto alla corruzione, stabilità politica e assenza di violenza). Sull'asse delle ordinate la crescita attesa è il risultato di una semplice regressione di convergenza, dove la crescita media del PIL pro capite fra il 1999 e il 2016 dipende solo dal livello del PIL pro capite nel 1999 e da una costante.

Diversi indicatori suggeriscono che dopo il 2013 lo slancio riformatore è scemato in misura significativa nell'area dell'euro e il ritmo di attuazione delle riforme è sceso sui livelli precedenti la crisi³¹. Questo rallentamento suscita rammarico, poiché si sono già avuti esempi di riforme credibili e ben calibrate attuate durante la crisi che hanno recato benefici considerevoli ai paesi dell'area interessati³².

La lenta attuazione delle riforme è causa di timori per le prospettive di crescita e di occupazione nell'area dell'euro e frena il necessario ulteriore miglioramento della capacità di assorbimento degli shock dell'Unione monetaria. La tavola 1 mostra i progressi compiuti nell'attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese formulate dalla Commissione europea per il 2016. Ne emerge chiaramente che l'attuazione delle riforme è stata piuttosto limitata nei diversi paesi dell'area. A titolo di esempio, a nessuna delle raccomandazioni è stato dato pieno seguito e soltanto per due di esse sono stati osservati progressi significativi. Nel corso dell'anno, tuttavia, la maggior

parte dei paesi dell'area ha registrato alcuni progressi sul fronte delle riforme delle condizioni strutturali (ad esempio attraverso miglioramenti dell'efficienza della legislazione in materia di insolvenza e delle ristrutturazioni del debito nel settore privato, nonché un ampliamento dell'accesso al finanziamento da parte delle piccole e medie imprese). Quanto alle riforme strutturali in ambito fiscale, gli interventi hanno continuato a concentrarsi sulla riduzione del cuneo fiscale sul lavoro; alcuni paesi dell'area si sono inoltre adoperati per migliorare l'efficienza della pubblica amministrazione e del sistema di riscossione delle imposte. Per quel che riguarda le riforme del mercato del lavoro e le misure volte ad accrescere la concorrenza nel settore dei servizi, i progressi sono stati ben più contenuti, se non inesistenti, in gran

²⁹ Cfr. ad esempio Masuch et al., "Institutions, public debt and growth in Europe", Working Paper Series, n. 1963, BCE, settembre 2016.

³⁰ Cfr. anche l'articolo *Rafforzare la capacità di tenuta e la crescita nel lungo periodo: l'importanza di istituzioni e strutture economiche solide per i paesi dell'area dell'euro e per l'UEM* nel numero 5/2016 del Bollettino economico della BCE.

³¹ Cfr. ad esempio il rapporto *Going for Growth Interim Report*, OCSE, 2016.




³² Cfr. ad esempio il riquadro "Dinamica recente dell'occupazione e riforme strutturali" all'interno dell'articolo *La relazione tra occupazione e PIL dall'insorgere della crisi*, nel numero 6/2016 del Bollettino economico della BCE; il riquadro mostra che i paesi in cui sono state varate riforme hanno registrato un incremento della reattività dell'occupazione al PIL nel corso della ripresa. Cfr. inoltre il riquadro "Gli episodi di calo della disoccupazione nell'area dell'euro e il ruolo delle riforme strutturali" contenuto nell'articolo *Rafforzare la capacità di tenuta e la crescita nel lungo periodo: l'importanza di istituzioni e strutture economiche solide per i paesi dell'area dell'euro e per l'UEM*, nel numero 5/2016 del Bollettino economico della BCE; ne emerge che gli episodi di assorbimento della disoccupazione sono spesso preceduti da un periodo di riforme strutturali.

parte dei paesi dell'area dell'euro. Ove presenti, gli interventi sono stati tipicamente attuati in modo frammentario. Di conseguenza, sono state trascurate complementarità potenzialmente importanti tra ambiti di riforma diversi e si è persa l'occasione di internalizzare appieno gli effetti di stimolo della domanda che deriverebbero da un rialzo delle aspettative di redditi più elevati per il futuro³³.

Tavola 1

Valutazione della Commissione europea sul grado di attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese emanate nel 2016

Raccomandazioni di riforma	BE	DE	EE	IE	ES	FR	IT	CY	LV	LT	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI	
1	Orange	Yellow	Yellow	Yellow	Orange	Orange	Yellow	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Dark Red	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
2	Green	Orange	Yellow	Yellow	Orange	Green	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
3	Orange	Orange	Yellow	Yellow	Orange	Orange	Yellow	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
4					Orange	Orange	Yellow	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
5					Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange

	= pieno seguito
	= progressi significativi
	= alcuni progressi
	= progressi limitati
	= nessun progresso

Fonte: Commissione europea.

Note: la Grecia non ha partecipato al Semestre europeo del 2016 perché, essendo sottoposta a un programma di aggiustamento economico, non ha ricevuto raccomandazioni specifiche per paese. Le categorie indicate di seguito sono utilizzate per valutare i progressi nell'attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese del 2016. Nessun progresso: lo Stato membro non ha annunciato né adottato in maniera credibile alcuna misura per dare seguito alle raccomandazioni ricevute. Progressi limitati: lo Stato membro ha annunciato alcune misure, ma queste danno un seguito solo limitato alle raccomandazioni specifiche; e/o sono allo studio del governo o del legislatore nazionale alcuni atti legislativi che, tuttavia, non sono stati ancora adottati e occorrono ulteriori considerevoli sforzi sul piano non legislativo perché le raccomandazioni siano attuate; e/o lo Stato membro ha presentato atti non legislativi, ma non ha fornito ulteriori riscontri in merito alle misure di attuazione necessarie per dar seguito alle raccomandazioni. Alcuni progressi: lo Stato membro ha adottato alcune misure che danno parziale applicazione alle raccomandazioni specifiche per paese, ma occorrono ancora sforzi non trascurabili per dare pieno seguito alle raccomandazioni, poiché solo alcune delle misure adottate sono state attuate. Progressi significativi: lo Stato membro ha adottato provvedimenti che rispondono in larga misura alle raccomandazioni per paese e la maggior parte di essi è stata attuata. Pieno seguito: lo Stato membro ha attuato tutte le misure necessarie per dare adeguata applicazione alle raccomandazioni per paese. La presente tavola reca un quadro di insieme; per maggiori dettagli sulle raccomandazioni specifiche per paese e sui diversi settori di intervento, cfr. la [pagina Internet](#) dedicata al Semestre europeo nel sito della Commissione.

Nel complesso, i governi dovrebbero accelerare l'attuazione di riforme a sostegno dell'imprenditoria. Come sopra evidenziato, nel 2016 sono stati compiuti alcuni sforzi per migliorare il quadro regolamentare e il contesto per l'attività di impresa, ma i progressi conseguiti negli ultimi anni sono fin troppo limitati per allineare i paesi dell'area dell'euro alle migliori prassi mondiali. Come illustrato nel riquadro 4, sul fronte delle riforme vi è ancora un considerevole potenziale latente che, se sfruttato, permetterebbe di dare impulso alla produttività e all'occupazione. Unitamente agli interventi di miglioramento delle infrastrutture pubbliche, anche misure volte a rendere più efficace la normativa in materia di insolvenza e ad aumentare la concorrenza nei mercati dei beni e servizi contribuirebbero a stimolare gli investimenti e, in ultima istanza, la domanda aggregata. A complemento di questi interventi prioritari, occorrono riforme globali dei mercati del lavoro che accrescano la flessibilità dell'impiego, riducano la segmentazione fra tipologie di contratti di lavoro e contrastino il disallineamento tra le qualifiche richieste e quelle offerte. Per fronteggiare gli elevati livelli di disoccupazione, sarebbero altresì indispensabili

³³ Cfr. ad esempio Fernández-Villaverde, J., Guerrón-Quintana, P. e Rubio-Ramírez, J. F., "Supply-Side Policies and the Zero Lower Bound", *IMF Economic Review*, vol. 62(2), 2014, pagg. 248-260.

misure di sviluppo del capitale umano e di promozione della mobilità della manodopera, nonché politiche attive del mercato del lavoro. In aggiunta, una maggiore efficienza della pubblica amministrazione imprimerebbe slancio alla crescita della produttività e gioverebbe al settore privato.

Anche a livello dell'UE è necessario un ulteriore stimolo all'azione di riforma. Il nuovo assetto di governo economico, che si concretizza nel Semestre europeo della Commissione, dovrebbe promuovere l'attuazione di riforme nell'intera area dell'euro, ma i limitati progressi sopra evidenziati dimostrano che vi è ancora molto da fare. Ad esempio, come indicato nella relazione dei cinque presidenti³⁴ pubblicata nel 2015, nel medio-lungo termine è essenziale una convergenza più vincolante verso strutture economiche resilienti. Al tempo stesso, per accrescere la capacità di tenuta dell'area dell'euro e creare condizioni più favorevoli alla crescita sarà anche necessario promuovere l'ulteriore sviluppo del mercato unico, istituire un'autentica unione dei mercati dei capitali e completare l'unione bancaria.

Riquadro 4

Priorità per le riforme dei mercati dei beni e servizi e del contesto per l'attività di impresa nell'area dell'euro

Nell'area dell'euro vi è ampio margine per l'attuazione di riforme che creino un contesto più favorevole all'imprenditoria, migliorino la normativa in materia di insolvenza e accrescano la concorrenza nei mercati dei beni e servizi. Tali riforme sono essenziali per dare impulso alla produttività, attrarre investimenti diretti esteri, incrementare il dinamismo delle imprese e stimolare gli investimenti nell'area. L'importanza di prassi favorevoli all'imprenditoria è stata sottolineata anche nel piano di investimenti per l'Europa³⁵. Per integrare e sviluppare ulteriormente alcune delle idee illustrate nel presente Rapporto, questo riquadro esamina gli ambiti di riforma prioritari per l'area dell'euro, fa il punto sulla situazione attuale e individua nelle analisi comparate un possibile strumento per rimettere in moto il processo di attuazione delle riforme.

In diverse economie dell'area dell'euro, le condizioni per l'attività di impresa rimangono sfavorevoli a causa della forte regolamentazione del mercato dei beni e servizi e di quello del lavoro, oltre che per l'inefficiente legislazione in materia di insolvenza. Nel rapporto *Doing Business 2017*³⁶ della Banca mondiale, nessun paese dell'area dell'euro rientra nella classifica complessiva delle prime dieci economie mondiali. Analogamente, vi è un certo divario tra le prassi operative riscontrabili nell'area e quelle dei dieci paesi con i migliori risultati. A titolo di esempio, le procedure di insolvenza durano in media poco meno di due anni nell'area dell'euro, un tempo tre volte superiore alla media per le prime tre economie a livello mondiale. In queste ultime, inoltre, l'esecuzione di un contratto richiede soltanto circa 200 giorni, a fronte di una media di oltre 600 giorni nell'area dell'euro. In aggiunta, si continua a registrare una notevole eterogeneità tra le prassi operative

³⁴ Cfr. Juncker, J.-C., Tusk, D., Dijsselbloem, J., Draghi, M. e Schulz, M., *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*, Commissione europea, giugno 2015.

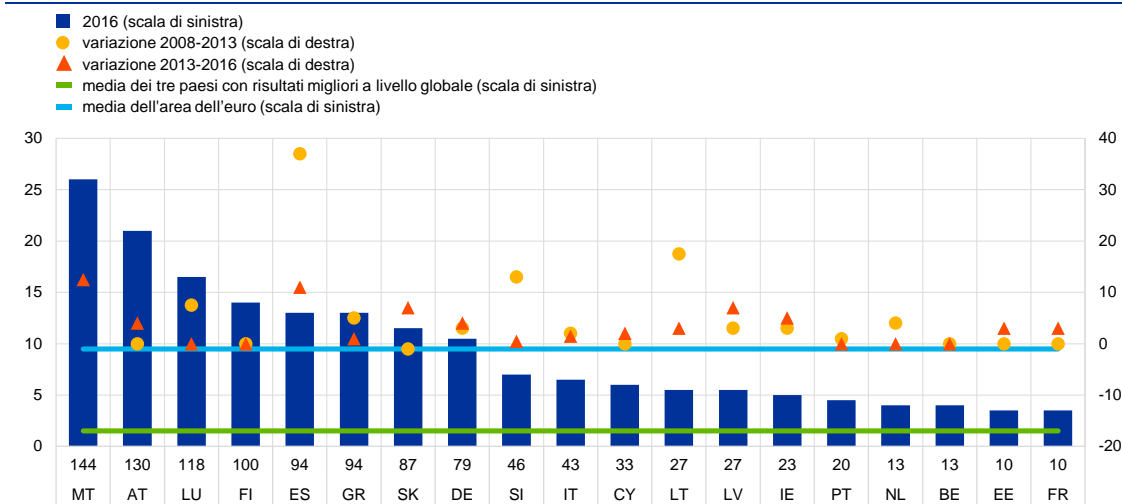
³⁵ Cfr. anche le [conclusioni](#) del Consiglio dell'UE sul terzo pilastro del piano di investimenti per l'Europa, che individuano una serie di ostacoli all'attività di investimento.

³⁶ Si riporta, a titolo illustrativo, una panoramica degli indicatori relativi ad alcuni ambiti specifici contemplati nel rapporto *Doing Business 2017* della Banca mondiale. È possibile ricavare conclusioni analoghe anche da diversi altri indicatori (ad esempio gli indicatori della regolamentazione settoriale dell'OCSE oppure gli indicatori di competitività a livello mondiale del World Economic Forum).

all'interno dell'area. La costituzione di un'impresa ad esempio, richiede meno di quattro giorni in Estonia, ma quasi un mese a Malta (cfr. grafico A). In Nuova Zelanda, paese che ottiene la migliore valutazione in questo ambito, è sufficiente meno di un giorno. Nell'area dell'euro, inoltre, occorre espletare una media di cinque procedure per la costituzione di un'impresa, dalle tre previste in Belgio, Estonia, Finlandia e Irlanda sino alle nove richieste in Germania e a Malta (cfr. grafico B); nella prima economia al mondo basta una sola procedura.

Grafico A

Numero di giorni necessari per la costituzione di un'impresa

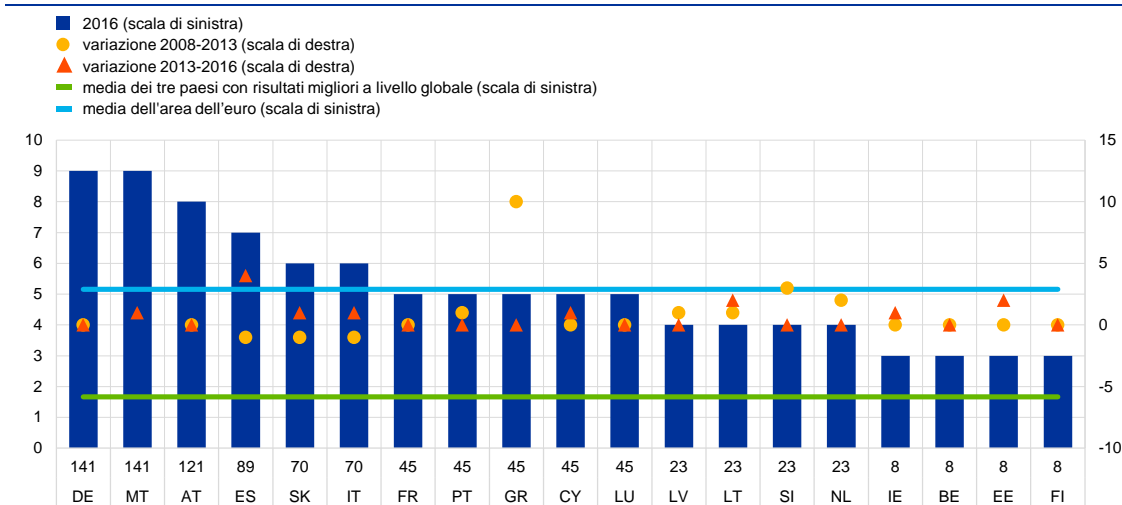


Fonti: rapporto *Doing Business 2017* della Banca mondiale ed elaborazioni della BCE.

Note: nella scala di sinistra, un valore più elevato corrisponde a costi più elevati per la costituzione di un'impresa in termini di tempo. La scala di destra riporta, quale misura delle riforme attuate, la variazione del numero di giorni richiesto per la creazione di un'impresa nei periodi 2008-2013 (punti gialli) e 2013-2016 (triangoli rossi). Una variazione nell'attuazione di riforme superiore/inferiore a zero equivale a un avvicinamento/allontanamento del paese dalla migliore prassi. Il numero sottostante ciascuna barra indica l'attuale posizione del paese nella classifica mondiale. Nel caso di Malta non sono disponibili valori per il 2008.

Grafico B

Numero di procedure necessarie per la costituzione di un'impresa



Fonti: rapporto *Doing Business 2017* della Banca mondiale ed elaborazioni della BCE.

Note: nella scala di sinistra, un valore più elevato corrisponde a costi più elevati per la costituzione di un'impresa in termini di numero di procedure richieste. La scala di destra riporta, quale misura delle riforme attuate, la variazione del numero di procedure necessarie per la creazione di un'impresa nei periodi 2008-2013 (punti gialli) e 2013-2016 (triangoli rossi). Una variazione nell'attuazione di riforme superiore/inferiore a zero equivale a un avvicinamento/allontanamento del paese dalla migliore prassi. Il numero sottostante ciascuna barra indica l'attuale posizione del paese nella classifica mondiale. Nel caso di Malta non sono disponibili valori per il 2008.

L'agenda per le riforme dell'area dell'euro dovrebbe assegnare priorità elevata a misure che rafforzino il quadro regolamentare e lo stato di diritto, rendano più efficiente la risoluzione dei crediti deteriorati e rimuovano gli ostacoli all'ingresso e all'uscita delle imprese dal mercato, nonché privilegiare gli interventi finalizzati a snellire procedure amministrative eccessivamente complesse e a superare le inefficienze della legislazione in materia di insolvenza. Come ricordato nel testo principale del Rapporto, l'attuazione di riforme a sostegno dell'imprenditoria è stata particolarmente debole negli ultimi anni; occorre quindi imprimere nuovo impulso a politiche di questo genere³⁷. Oltre alle diverse iniziative per rilanciare l'azione riformatrice nell'area dell'euro, descritte nel testo principale, anche il ricorso ad analisi comparate potrebbe sostenere l'attuazione di interventi sui mercati dei prodotti e servizi e sul contesto in cui operano le imprese. Gli indicatori strutturali dovrebbero essere considerati principalmente un riflesso del contesto per l'attività di impresa in un determinato paese, ma possono anche essere d'aiuto nell'individuazione delle migliori prassi e nella definizione di obiettivi e, di conseguenza, nel processo di analisi comparata.

2 La politica monetaria a sostegno della ripresa dell'area dell'euro e dell'aumento dell'inflazione

2.1 La necessità di ulteriori misure di politica monetaria nel 2016

Il peggioramento delle condizioni economiche e finanziarie ha richiesto un'attenta osservazione all'inizio dell'anno

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 livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Queste misure, che includono operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), il programma ampliato di acquisto di attività (PAA) e il tasso negativo sui depositi presso la banca centrale, sono state introdotte gradualmente e si sono dimostrate molto efficaci per dare impulso alla ripresa e scongiurare spinte disinflazionistiche. Tuttavia, gli andamenti sfavorevoli durante il 2016 hanno ritardato la convergenza dell'inflazione verso livelli in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo, rendendo necessari ulteriori interventi di politica monetaria nell'arco dell'anno.

All'inizio del 2016 le condizioni economiche e finanziarie si sono deteriorate in un contesto di acuita incertezza, rischi geopolitici e aumento della volatilità nei mercati finanziari e delle materie prime. In particolare, i timori relativi al corso dell'economia mondiale si sono intensificati alla luce del rallentamento dei mercati emergenti, soprattutto in Cina. Inoltre, la dinamica dell'inflazione si è mantenuta più debole del

³⁷ Cfr. anche il riquadro *Indicatori strutturali del contesto operativo dell'area dell'euro* nel numero 8/2016 del Bollettino economico della BCE.

previsto, principalmente per via della nuova brusca flessione delle quotazioni petrolifere e della crescita contenuta dei salari; con il calo delle aspettative di inflazione a breve e medio termine, si è delineato un aumento dei rischi di effetti di secondo impatto, poiché vi era la possibilità che le deboli aspettative di inflazione potessero portare le parti coinvolte nel processo di formazione dei salari a ritardare l'incremento salariale.

In tale contesto, in gennaio il Consiglio direttivo ha confermato le proprie indicazioni prospettive di politica monetaria (forward guidance) sottolineando di attendersi che i tassi di interesse di riferimento della BCE sarebbero rimasti su livelli pari o inferiori a quelli allora rilevati per un prolungato periodo di tempo, ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività. Inoltre, in presenza di andamenti sfavorevoli dall'intensità e dalla persistenza incerte, il Consiglio direttivo ha ritenuto che sarebbe stato necessario riesaminare ed eventualmente riconsiderare il proprio orientamento di politica monetaria nella riunione di marzo 2016, quando si sarebbero rese disponibili maggiori informazioni, comprese le nuove proiezioni elaborate dagli esperti della BCE.

Nel primo trimestre si è indebolita la prospettiva di un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione verso un livello inferiore ma prossimo al 2 per cento nel medio periodo, in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo. In particolare, l'inasprimento delle condizioni finanziarie, specie nei mercati azionari e dei cambi, ha esposto al rischio di un conseguente inasprimento delle condizioni di finanziamento per l'economia reale. Inoltre, le nuove informazioni disponibili indicavano che la ripresa economica aveva perso slancio e l'inflazione era scesa di nuovo in territorio negativo. Sebbene la contrazione fosse in gran parte riconducibile al calo dei corsi petroliferi, anche le spinte di fondo sui prezzi si erano indebolite rispetto a quanto previsto in precedenza. Le aspettative di inflazione a medio termine ricavate dal mercato si erano anch'esse ridotte, aumentando ulteriormente i rischi di effetti di secondo impatto. Le proiezioni di marzo sull'inflazione elaborate dagli esperti della BCE sono state riviste sostanzialmente al ribasso, rinviando ancora il ritorno prospettato dell'inflazione su livelli coerenti con l'obiettivo del Consiglio direttivo, pari a un valore inferiore ma prossimo al 2 per cento.

Prospettive più negative hanno reso necessaria una vigorosa risposta di politica monetaria in marzo

In questo contesto, il Consiglio direttivo ha ritenuto che vi fossero ottime motivazioni per riconsiderare il proprio orientamento di politica monetaria e fornire un ulteriore consistente stimolo monetario volto a contrastare i rischi più elevati per l'obiettivo della stabilità dei prezzi della BCE. Di conseguenza, ha adottato un ampio pacchetto di misure di politica monetaria in marzo 2016.

Nella riunione di marzo il Consiglio direttivo ha deciso di: (a) ridurre i tassi di interesse di riferimento e, in particolare, abbassare il tasso sui depositi presso la

banca centrale a -0,40 per cento³⁸; (b) aumentare a 80 miliardi di euro, a partire da aprile 2016, gli acquisti mensili effettuati nell'ambito del PAA e innalzare i limiti relativi ai singoli emittenti e alla quota-parte di un'emissione applicabili agli acquisti di alcune tipologie di titoli; (c) includere nel PAA un nuovo programma di acquisto per il settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP) per l'acquisto di obbligazioni investment grade denominate in euro emesse da società non bancarie situate nell'area dell'euro e (d) introdurre, a partire da giugno 2016, una nuova serie di quattro operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT II), ciascuna con scadenza a quattro anni. Inoltre, il Consiglio direttivo ha ribadito nelle proprie indicazioni prospettiche l'aspettativa che i tassi di interesse di riferimento della BCE sarebbero rimasti su livelli pari o inferiori a quelli allora rilevati per un prolungato periodo di tempo, ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività, e ha confermato l'intenzione di condurre gli acquisti sino alla fine di marzo 2017, o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché non riscontri un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione.

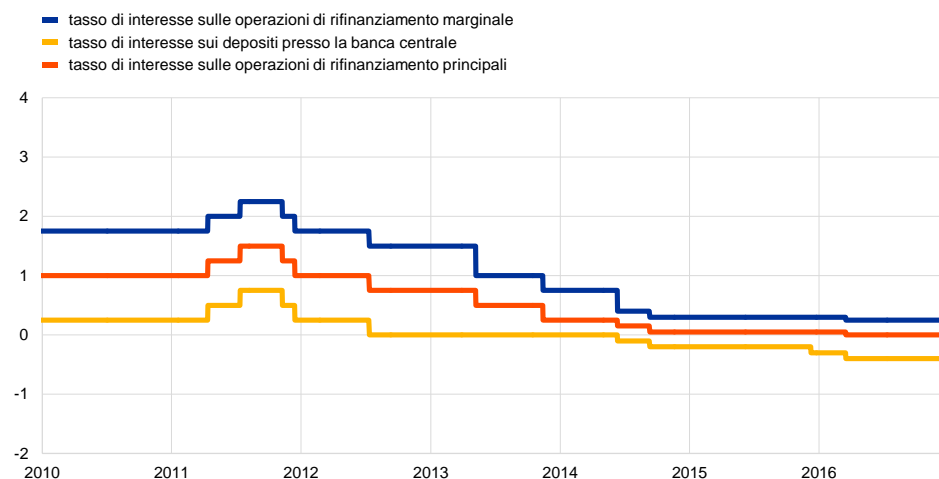
Questo insieme articolato di misure era finalizzato a conseguire un ulteriore allentamento delle condizioni di prestito al settore privato e a stimolare l'offerta di credito allo stesso settore, rafforzando quindi il vigore della ripresa dell'area dell'euro e accelerando il ritorno dell'inflazione sui livelli desiderati. Le misure hanno inoltre consentito di attenuare la pressione osservata nei mercati finanziari nei mesi precedenti dell'anno, impedendole di compromettere la trasmissione dell'orientamento accomodante della politica monetaria (cfr. sezione 2.2 del capitolo 1). La riduzione del tasso sui depositi presso la banca centrale era volta a indurre un nuovo allentamento delle condizioni di concessione del credito (cfr. grafico 23). In altri termini, le banche con disponibilità liquide che eccedevano la riserva obbligatoria erano incentivate a utilizzare la liquidità per acquistare altre attività o erogare ulteriori prestiti all'economia reale. In tal modo, il tasso negativo sui depositi presso la banca centrale ha rafforzato il PAA consolidando gli effetti di riequilibrio dei portafogli.

³⁸ Il Consiglio direttivo ha deciso altresì di ridurre di 5 punti base sia il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali sia quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale (abbassati rispettivamente allo 0 e allo 0,25 per cento).

Grafico 23

Tassi di interesse di riferimento della BCE

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima rilevazione è del 7 dicembre 2016.

Le OMRLT-II sono state concepite come elemento importante di allentamento creditizio e creazione di credito, che favorisce la trasmissione della politica monetaria tramite il canale dei prestiti bancari. Sebbene il tasso di interesse massimo da applicare sia stato fissato al tasso di aggiudicazione delle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse effettivo applicato poteva ridursi fino al tasso sui depositi presso la banca centrale se il credito accordato da una determinata banca superava il rispettivo benchmark predefinito³⁹.

L'introduzione del CSPP ha rafforzato ulteriormente la trasmissione all'economia reale degli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema. Per consentire al maggior numero possibile di imprese e settori di trarne beneficio, l'universo dei titoli idonei è stato mantenuto ampio⁴⁰. Gli acquisti nell'ambito del CSPP erano ammessi, in linea di principio, sia nel mercato primario sia in quello secondario⁴¹.

L'area dell'euro ha mostrato capacità di tenuta nella seconda metà del 2016, ma si è protratta la debolezza dell'inflazione di fondo

Il pacchetto di misure deciso in marzo 2016, unitamente al considerevole stimolo monetario già in atto, è stato determinante per sorreggere la resilienza dell'economia dell'area dell'euro a fronte dell'incertezza politica e globale. Dopo l'esito del

³⁹ A differenza della prima serie di OMRLT, non sono stati introdotti obblighi di rimborso anticipato nell'ambito delle OMRLT II. Per maggiori dettagli, cfr. l'allegato I della [Decisione \(UE\) n. 810/2016 della Banca centrale europea](#) e il [comunicato stampa](#) sulle OMRLT II del 10 marzo 2016.

⁴⁰ Il sistema delle garanzie dell'Eurosistema è la base per determinare l'idoneità di titoli del settore societario per l'acquisto nell'ambito del CSPP, nonché per le specifiche definizioni di società non bancarie. Per maggiori dettagli, cfr. la [Decisione \(UE\) n. 948/2016 della Banca centrale europea](#).

⁴¹ Nell'ambito del CSPP sono state introdotte numerose tutele riguardo al divieto di finanziamento monetario. Ad esempio, per gli strumenti di debito emessi da soggetti aventi i requisiti di enti pubblici, gli acquisti sono stati limitati al solo mercato secondario.

referendum nel Regno Unito sull'appartenenza all'UE a metà del 2016, la volatilità dei mercati finanziari è inizialmente aumentata, tuttavia i mercati hanno dimostrato nel complesso un'incoraggiante capacità di tenuta e si sono ripristinate abbastanza rapidamente condizioni più tranquille. Hanno favorito questa tenuta il fatto che le banche centrali in tutto il mondo fossero pronte a fornire liquidità, se necessario, con un assetto di regolamentazione e vigilanza rigoroso per le banche dell'area dell'euro, e le misure accomodanti di politica monetaria della BCE.

Al tempo stesso, il potenziale impatto futuro dell'esito del referendum britannico e altre incertezze geopolitiche, assieme a prospettive di crescita contenuta nei mercati emergenti, hanno seguito a pesare sulla domanda esterna e si è ritenuto inizialmente che potessero rischi al ribasso per le prospettive economiche dell'area dell'euro nella seconda metà dell'anno. Questo ha trovato riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche di settembre 2016 formulate dagli esperti della BCE, che hanno rivisto la previsione di crescita per l'area dell'euro lievemente verso il basso rispetto all'esercizio di giugno. Inoltre, le pressioni di fondo sui prezzi hanno continuato a non fornire segnali convincenti di una tendenza al rialzo e sono rimaste una fonte di preoccupazione. In particolare, le prospettive relative a crescita e inflazione nell'area dell'euro sono rimaste subordinate a condizioni di finanziamento molto favorevoli, rispecchiando in larga misura l'orientamento accomodante della politica monetaria.

Il Consiglio direttivo, pertanto, ha continuato a seguire con molta attenzione in autunno gli andamenti economici e l'evoluzione dei mercati finanziari e ha sottolineato il proprio impegno a mantenere il sostegno monetario molto elevato che occorre per assicurare una convergenza durevole dell'inflazione verso tassi inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Inoltre, per rafforzare la propria disponibilità e capacità di agire, se necessario, il Consiglio direttivo ha incaricato i comitati pertinenti dell'Eurosistema di valutare le opzioni possibili allo scopo di assicurare l'ordinata attuazione del PAA fino a marzo 2017, o anche oltre se necessario.

Verso la fine dell'anno, la ripresa dell'area dell'euro ha seguito a mostrare capacità di tenuta a fronte delle incertezze prevalenti, sostenuta dal protrarsi di una solida trasmissione delle misure di politica monetaria all'economia reale dell'area. La ripresa è proseguita a un ritmo moderato ma in via di consolidamento, principalmente sulla scia del rafforzamento della domanda interna, della crescita del reddito disponibile reale, della robusta creazione di posti di lavoro e di condizioni di finanziamento ancora molto favorevoli. Anche l'inflazione è salita per effetto del rincaro dell'energia e si sono prospettati ulteriori rialzi.

Le misure di politica monetaria di dicembre erano volte a preservare il grado molto elevato di accomodamento monetario

Lo scenario di un graduale percorso al rialzo dell'inflazione dipendeva ancora in misura considerevole da un sostegno monetario accomodante. Con il protrarsi di una debole dinamica dell'inflazione di fondo, si reputava improbabile poter

conseguire una convergenza durevole dell'inflazione verso i livelli desiderati. In tale contesto, si è ritenuto necessario preservare il livello molto elevato di accomodamento monetario oltre marzo 2017.

Pertanto, nella riunione di dicembre il Consiglio direttivo ha deciso di: (a) estendere l'orizzonte degli acquisti netti di attività oltre marzo 2017 annunciando il proseguimento del PAA (unitamente al reinvestimento dei titoli giunti a scadenza⁴²) a un ritmo mensile di 60 miliardi di euro da aprile 2017 sino alle fine di dicembre 2017, o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché non riscontri un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione e (b) apportare modifiche ai parametri del PAA da gennaio 2017 al fine di assicurare che prosegua la sua ordinata attuazione, riducendo da due anni a un anno la durata residua minima dei titoli idonei nell'ambito del programma di acquisto per il settore pubblico e ammettendo nella misura necessaria acquisti di titoli con rendimento a scadenza inferiore al tasso di interesse della BCE sui depositi presso la banca centrale⁴³. I tassi di interesse di riferimento della BCE sono stati mantenuti invariati e il Consiglio direttivo ha confermato di attendersi che sarebbero rimasti su livelli pari o inferiori a quelli allora rilevati per un prolungato periodo di tempo, ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività. Inoltre, il Consiglio direttivo ha ribadito il proprio impegno a seguire con attenzione l'evoluzione delle prospettive per la stabilità dei prezzi e, se necessario per il conseguimento del suo obiettivo, ad agire ricorrendo a tutti gli strumenti disponibili nell'ambito del proprio mandato. In particolare, se nel frattempo le prospettive diventassero meno favorevoli o se le condizioni finanziarie divenissero incoerenti con ulteriori progressi verso un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione, il Consiglio direttivo ha sottolineato la sua intenzione di incrementare il programma in termini di entità e/o durata.

Queste decisioni erano finalizzate a garantire il perdurare di condizioni finanziarie molto favorevoli nell'area dell'euro, un aspetto che continuava a essere indispensabile per il conseguimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE. In particolare, l'estensione dell'orizzonte temporale degli acquisti nell'ambito del PAA era mirato ad assicurare un sostegno più persistente alle condizioni di finanziamento e, pertanto, una trasmissione più duratura delle misure di stimolo per imprimere slancio a una ripresa moderata ma in via di consolidamento. Al contempo, una presenza più sostenuta sul mercato da parte dell'Eurosistema intendeva fornire una fonte di stabilità in un contesto caratterizzato da accresciuta incertezza, inclusi i timori derivanti dalle potenziali conseguenze a più lungo termine del referendum nel Regno Unito e dalle possibili implicazioni per le politiche alla luce delle elezioni presidenziali negli Stati Uniti. Il rallentamento degli acquisti mensili ha rispecchiato il riesame dei rischi condotto dal Consiglio direttivo, secondo il quale era aumentata la fiducia nella performance economica complessiva dell'area dell'euro mentre i rischi di deflazione si erano ampiamente dissolti. In generale, la decisione aveva lo scopo

⁴² A dicembre 2015 il Consiglio direttivo ha deciso di reinvestire il capitale rimborsato sui titoli acquistati nell'ambito del PAA quando giungono a scadenza, finché necessario. Cfr. la [dichiarazione introduttiva](#) alla conferenza stampa della BCE di dicembre 2015.

⁴³ Al contempo, i cambiamenti al quadro di riferimento per il prestito titoli sono stati introdotti per potenziarne l'efficacia. Cfr. il [comunicato stampa](#) dell'8 dicembre 2016.

di preservare le condizioni finanziarie nell'area dell'euro e consentire alla ripresa di maturare e rafforzarsi, a prescindere da possibili shock esterni o interni.

Riquadro 5

L'impatto distributivo della politica monetaria

Nel corso degli anni recenti la BCE ha adottato una serie di misure di politica monetaria volte a conseguire il proprio obiettivo di stabilità dei prezzi. I tassi di interesse di riferimento della BCE sono stati ridotti ai minimi storici e sono state attuate misure non convenzionali aggiuntive, quali le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine e gli acquisti di titoli dei settori privato e pubblico, al fine di fornire ulteriore accomodamento monetario⁴⁴. Queste misure sono state molto efficaci nell'allentare le condizioni finanziarie complessive e nel sostenere le prospettive per l'attività economica reale e l'inflazione nell'area dell'euro. Così come per ogni misura di politica monetaria "convenzionale", gli interventi intrapresi negli ultimi anni hanno inciso sull'intera gamma dei tassi di interesse di mercato e sui prezzi delle attività. Oltre al beneficio all'economia nel suo insieme, influenzando sulla creazione di posti di lavoro, tale impatto può comportare effetti distribuiti in maniera disomogenea fra settori economici e fra individui. Questo riquadro intende studiare gli effetti distributivi delle misure di politica monetaria assunte dalla BCE negli anni recenti, cominciando dai canali finanziari diretti per poi esaminare effetti più indiretti su crescita e mercato del lavoro⁴⁵.

In primo luogo, la politica monetaria esercita effetti distributivi tramite i canali finanziari, agendo sia sul reddito finanziario sia sulla ricchezza. Quando la banca centrale riduce i tassi ufficiali o acquista attività, e quindi deprime i tassi di interesse sull'insieme dei mercati e delle scadenze, si produce un'inevitabile redistribuzione del reddito finanziario a livello di settori e famiglie in base alla rispettiva posizione finanziaria netta, ad esempio nel caso si tratti di risparmiatori o prenditori netti.

Analizzando le variazioni del reddito netto da interessi nell'arco degli ultimi anni è possibile quindi ricavare importanti indicazioni sull'impatto distributivo dei bassi tassi di interesse, giacché si tratta della componente del reddito finanziario interessata in maniera più diretta dalla politica monetaria. L'effetto della riduzione dei tassi di interesse sul reddito netto da interessi (ossia interessi attivi meno interessi passivi) può essere stimato osservando la variazione durante la crisi dei rendimenti sullo stock esistente di attività e passività. Per l'area dell'euro nel suo insieme, le società finanziarie hanno ricevuto un minor reddito da interessi nel periodo compreso fra il secondo trimestre del 2014 e il terzo trimestre del 2016, mentre le società non finanziarie e le amministrazioni pubbliche hanno risparmiato in termini di interessi passivi netti (cfr. grafico A)⁴⁶. Il settore delle famiglie, che spesso si ritiene abbia subito ingenti perdite per via della sua posizione di risparmio netto, ha registrato in realtà solo una lieve perdita per quanto riguarda il reddito netto da interessi. A titolo di confronto, il grafico A mostra anche le variazioni a livello di reddito netto da interessi dal 2008, segnalando che i principali effetti si erano di fatto già prodotti prima dell'introduzione dei tassi negativi della BCE sui depositi presso la banca centrale, a giugno 2014, e prima che iniziassero gli acquisti di titoli del settore pubblico a marzo 2015.

⁴⁴ Per maggiori informazioni sui fattori fondamentali all'origine dei bassi tassi di interesse, cfr. il riquadro *Perché i tassi di interesse sono così bassi?* nel Rapporto annuale della BCE 2015.

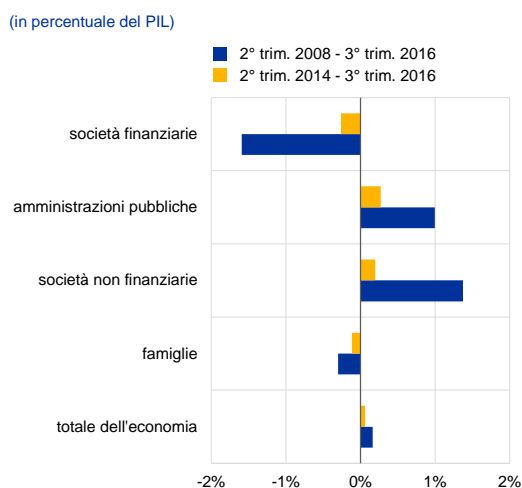
⁴⁵ Cfr. anche l'intervento *Stability, equity and monetary policy* di Mario Draghi in occasione della seconda DIW Europe Lecture presso il German Institute for Economic Research (DIW) tenutasi a Berlino il 25 ottobre 2016.

⁴⁶ Le variazioni del tasso di interesse sono trasmesse a ritmi diversi, a seconda della scadenza dell'attività o della passività. I calcoli si basano su flussi di interessi effettivi provenienti dai conti settoriali, che riflettono implicitamente la struttura per scadenze dei bilanci settoriali.

Questi aggregati settoriali celano un'ampia dispersione di effetti tra le singole famiglie. Non è semplice misurare separatamente gli effetti, ma è possibile trarre alcune conclusioni dall'indagine dell'Eurosistema sui bilanci e sui consumi delle famiglie. Le due edizioni dell'indagine che si sono tenute finora, nel 2010 e nel 2014, consentono di valutare come il reddito finanziario netto si è modificato presso le famiglie in concomitanza all'abbassamento dei tassi di interesse⁴⁷. Per l'insieme dell'area dell'euro, il reddito finanziario netto in percentuale del reddito complessivo delle famiglie è diminuito in modo lieve, in linea con i dati per settore presentati nel grafico A. Alla base di questa dinamica, tuttavia, vi è un impatto distributivo progressivo a livello di famiglie: le famiglie con minore ricchezza netta evidenziano una posizione sostanzialmente invariata, rispecchiando un calo in termini di spesa per debiti e reddito da investimenti finanziari, mentre le famiglie con più ricchezza hanno subito le perdite maggiori, giacché le loro attività finanziarie sono molto più elevate del loro indebitamento (cfr. grafico B).

Grafico A

Variazioni del reddito netto da interessi tra i diversi settori

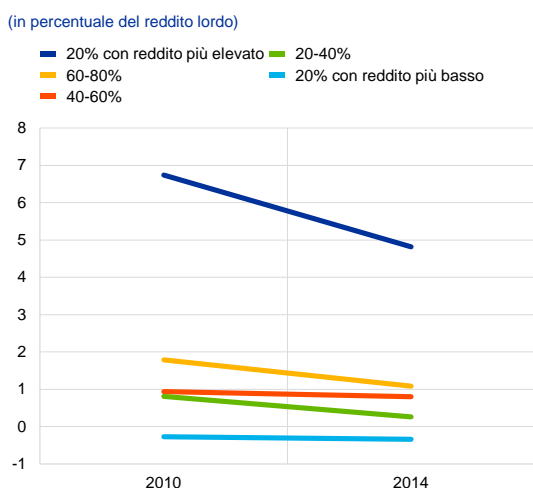


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico riflette le variazioni dal secondo trimestre del 2008 al terzo trimestre del 2016 e dal secondo trimestre del 2014 al terzo trimestre del 2016, in base alla media mobile a quattro trimestri del reddito netto da interessi. Per escludere l'impatto dei cambiamenti a livello di stock di attività/passività sul reddito netto da interessi, le variazioni sono state calcolate applicando i tassi di rendimento di attività e passività agli stock nozionali di attività e passività rispettivamente nel primo trimestre del 2008 e nel primo trimestre del 2014. Le variazioni del reddito netto da interessi sono espresse in percentuale del PIL, con il PIL fissato al valore di inizio della rispettiva analisi. I pagamenti per interessi e gli utili da interessi sono indicati previa imputazione dei SIFIM (servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati).

Grafico B

Reddito finanziario netto delle famiglie



Fonte: Eurosystem Household Finance and Consumption Survey (del 2010 e del 2014).

Note: gli intervalli percentuali indicano le classi di ricchezza netta, ad esempio il 20% più basso = il quinto delle famiglie con la ricchezza netta minore. I flussi finanziari netti sono calcolati come reddito da investimenti finanziari meno pagamenti totali per debiti. Le quote sono calcolate come somma dei flussi finanziari netti delle famiglie in ciascuna classe di ricchezza netta divisa per la somma del reddito delle famiglie per tutte le famiglie della stessa classe.

Gli effetti distributivi della politica monetaria dipendono inoltre dal secondo canale finanziario, vale a dire gli effetti sulla ricchezza. Anche in questo caso l'indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie ha contribuito a chiarire questi effetti. Le famiglie dell'area dell'euro che detengono attività finanziarie, come azioni e obbligazioni, sono fortemente concentrate al limite superiore nella scala di distribuzione della ricchezza netta; pertanto, solo una parte piuttosto esigua della popolazione beneficia di plusvalenze nei mercati azionari e obbligazionari, mentre tre quarti della popolazione non ne beneficiano affatto. Per contro, la proprietà di immobili residenziali è distribuita in maniera

⁴⁷ Il reddito finanziario netto è il reddito delle famiglie derivante da investimenti finanziari (interessi e dividendi) al netto della spesa complessiva per debiti.

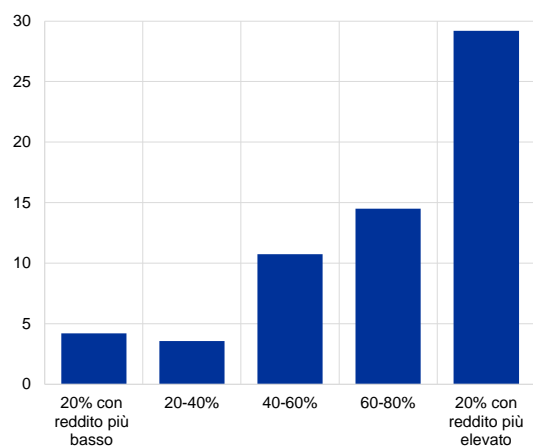
più omogenea fra i diversi gruppi di ricchezza. La famiglia mediana ha quindi tratto beneficio dall'aumento dei prezzi delle abitazioni⁴⁸.

Il periodo più rilevante per valutare gli effetti sulla ricchezza, però, decorre dalla metà del 2014, dato che gli acquisti di titoli sono considerati tra le principali determinanti del rialzo dei prezzi delle attività finanziarie. Non essendo disponibili successive rilevazioni, per questo periodo gli effetti sui nuclei familiari di diversi livelli di ricchezza possono essere desunti stimando che tipo di evoluzione avrebbe subito il valore del patrimonio detenuto a metà del 2014 (ultima osservazione disponibile) se da allora avesse risentito solo dell'impatto generato da variazioni dei prezzi azionari, obbligazionari e delle abitazioni⁴⁹. Nell'area dell'euro si è registrato un guadagno in termini assoluti: le famiglie a tutti i livelli di ricchezza hanno beneficiato di un aumento della rispettiva ricchezza in percentuale del rispettivo reddito medio. Ciò si deve al fatto che i prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro sono saliti nell'arco del periodo, mentre i prezzi obbligazionari in media sono cresciuti in misura modesta e i prezzi azionari di fatto sono mediamente diminuiti. Le famiglie con maggiore ricchezza, tuttavia, hanno tratto maggiore beneficio in termini relativi rispetto alle famiglie più povere (cfr. grafico C).

Grafico C

Variazione stimata della ricchezza netta delle famiglie

(variazione in punti percentuali della ricchezza netta media come quota percentuale del reddito lordo medio nella rispettiva classe di ricchezza, 2° trim. 2014 – 2° trim. 2016)



Fonti: simulazioni della BCE e Eurosystem Household Finance and Consumption Survey.

Nota: le variazioni percentuali indicano le classi di ricchezza netta, ad esempio il 20% più basso = il quinto delle famiglie con la ricchezza netta minore.

Una valutazione equilibrata degli effetti distributivi complessivi della politica monetaria deve altresì tenere conto degli effetti macroeconomici della politica stessa. Anche qualora non tutti i settori e non tutti gli individui possano beneficiare di bassi tassi di interesse e dell'aumento dei prezzi delle attività reali e finanziarie, nel medio termine vi sono effetti redistributivi positivi, tendenti a ridurre le disuguaglianze, generati dall'aumento della domanda aggregata, dal calo della disoccupazione e dal contributo alla stabilità dei prezzi fornito dalla politica monetaria; tutti fenomeni favoriti dalla politica monetaria accomodante.

Dopo l'adozione del pacchetto di misure di allentamento creditizio da parte della BCE a giugno 2014, l'area dell'euro ha beneficiato di una ripresa generalizzata e trainata dalla domanda interna. Non si può dire lo stesso per la ripresa del 2009-2011, dovuta in larga misura

alle esportazioni nette (cfr. riquadro 2, grafico A). Sebbene sia arduo determinare il preciso contributo della politica monetaria a questo fenomeno, si può osservare che, da giugno 2014, le misure della BCE hanno avviato una convergenza verso il basso dei tassi sui prestiti bancari e una

⁴⁸ Cfr. Adam, K. e Tzamourani, P., "Distributional consequences of asset price inflation in the euro area", *European Economic Review*, vol. 89, 2016, pagg. 172-192.

⁴⁹ La simulazione ipotizza che le variazioni nelle componenti della ricchezza tra la metà del 2014 e la metà del 2016 siano sospinte da andamenti specifici per paese dei prezzi di abitazioni, azioni e obbligazioni; essa delinea poi le implicazioni per le variazioni della ricchezza netta a livello di singole famiglie, che dipendono dalla quota di ciascuna attività detenuta da ogni famiglia.

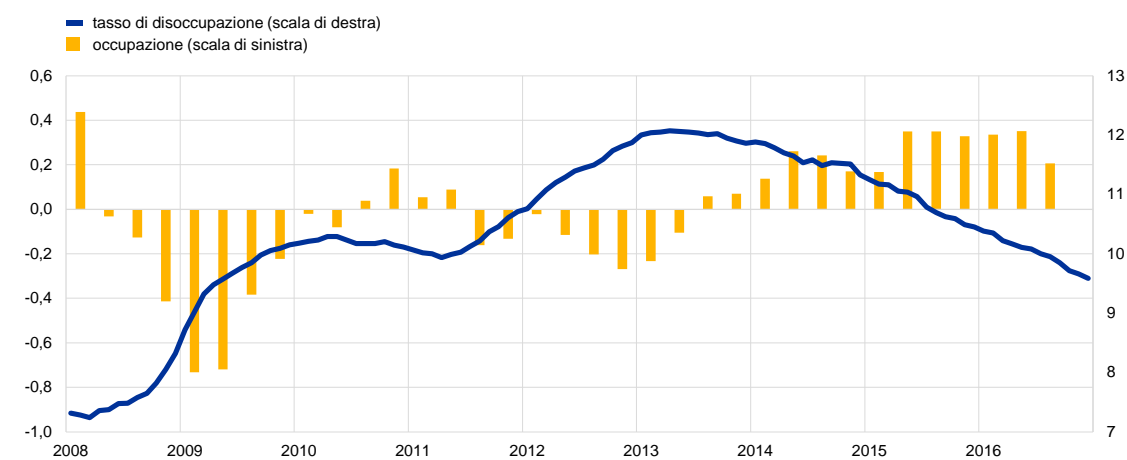
tendenza verso l'alto dei volumi di credito, evoluzioni in parte riconducibili a un'inversione della dinamica di frammentazione finanziaria osservata nel 2011-2012. Questo scenario deve essere letto anche alla luce di un secondo fattore: le misure della BCE hanno aiutato a interrompere un circolo vizioso fra tassi sui prestiti bancari, risultati macroeconomici e percezioni del rischio di credito nei paesi vulnerabili. L'allentamento creditizio ha contribuito a invertire un effetto distributivo negativo in termini di accesso al finanziamento e questo si sta ora trasmettendo alla domanda aggregata.

Con il rafforzarsi dell'economia, il tasso di disoccupazione è calato. I miglioramenti delle condizioni finanziarie a seguito della politica monetaria della BCE stanno sostenendo il prestito a famiglie e imprese, dando impulso ai consumi (di beni durevoli) e agli investimenti; a sua volta, questo ha sospinto la crescita economica e l'occupazione (cfr. grafico D). La creazione di posti di lavoro dovrebbe favorire in particolare le famiglie più povere, dato che la loro situazione occupazionale è più sensibile allo stato dell'economia. Inoltre, questo effetto di distribuzione sorregge ulteriormente la crescita economica, se si considera che le famiglie a più basso reddito tendono a mostrare una maggiore propensione marginale al consumo rispetto al reddito disponibile; infatti, nel corso del recente periodo di robusta espansione occupazionale, anche il reddito disponibile reale e i consumi si sono rafforzati notevolmente (cfr. grafico E).

Grafico D

Andamento del mercato del lavoro

(variazioni percentuali su base trimestrale (occupazione), valori percentuali (disoccupazione))



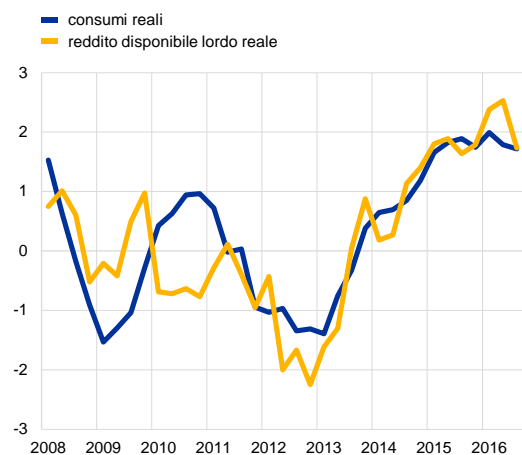
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime rilevazioni riguardano il terzo trimestre del 2016 (occupazione) e dicembre 2016 (tasso di disoccupazione).

Grafico E

Consumi e reddito disponibile lordo reale

(variazioni percentuali sull'anno precedente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime rilevazioni riguardano il terzo trimestre del 2016.

La BCE tiene sotto osservazione gli effetti distributivi della propria politica monetaria poiché incidono sulla trasmissione della politica stessa e, di conseguenza, sugli aggiustamenti del profilo di inflazione. Tuttavia, far fronte a effetti redistributivi non voluti non rientra nell'ambito della politica monetaria poiché il suo obiettivo primario è la stabilità dei prezzi. Compete infatti alle amministrazioni pubbliche modificare la distribuzione del reddito e della ricchezza attraverso le loro politiche, ed in particolare attraverso politiche fiscali mirate. Inoltre, politiche strutturali e di bilancio più incisive e orientate alla crescita sono necessarie a complemento dell'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE, per accelerare il ritorno dell'economia dell'area dell'euro al suo potenziale e per sospendere la dinamica di crescita del prodotto potenziale.

Queste misure allevierebbero le pressioni a carico della politica monetaria e le consentirebbero di tornare all'utilizzo dei suoi strumenti convenzionali, inclusi i tassi di interesse positivi.

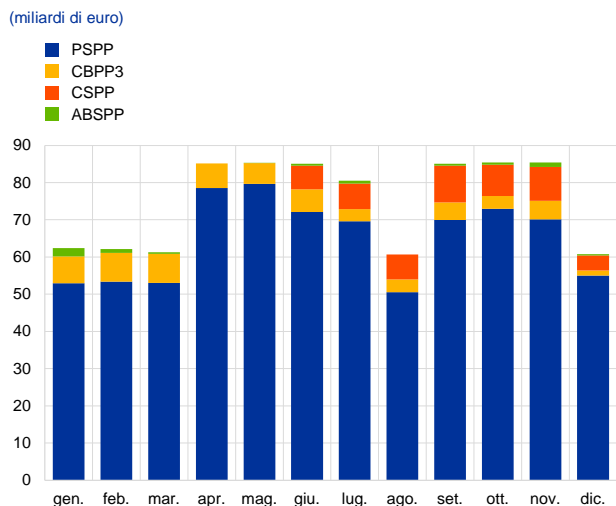
2.2 La trasmissione della politica monetaria alle condizioni economiche e finanziarie

Prosegue l'efficacia dell'insieme delle misure di politica monetaria della BCE nel fornire un sostanziale grado di accomodamento

Le misure di politica monetaria messe in atto dalla seconda metà del 2014, da quando la BCE ha introdotto un ampio spettro di misure accomodanti, tra cui di allentamento creditizio, hanno rappresentato un fattore chiave per la ripresa economica dell'area dell'euro. È proseguita la trasmissione all'economia reale dell'articolato insieme di misure adottate, comprendenti l'acquisto di attività, le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) e il mantenimento dei tassi di interesse su livelli bassi. Di conseguenza, sono notevolmente migliorate le condizioni di prestito a famiglie e aziende e si è rafforzata l'erogazione del credito, con effetti positivi sulla spesa aggregata nell'intera area dell'euro.

Grafico 24

Acquisti mensili di attività effettuati nel 2016 nell'ambito del PAA, suddivisi per tipologia di programma



Fonte: BCE.

Si è prodotto un considerevole grado di accomodamento per effetto degli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto delle attività (PAA), che prevede acquisti di un'ampia gamma di titoli del settore pubblico e privato nei suoi quattro sottoprogrammi: il programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP), il programma di acquisto di attività cartolarizzate (Asset-Backed Securities Purchase Programme, ABSPP), il terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (Covered Bond Purchase Programme, CBPP3) e il programma di acquisto di titoli del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP). L'implementazione del PAA ha continuato a funzionare senza criticità nel 2016. La flessibilità che caratterizza il PAA ha consentito l'allineamento degli acquisti mensili medi dei titoli agli obiettivi stabiliti dal Consiglio direttivo, ovvero un ritmo mensile di 60 miliardi di euro, in media, da gennaio a

marzo 2016 e 80 miliardi di euro al mese per il resto dell'anno. Gli acquisti sono stati, tuttavia, lievemente inferiori ad agosto e dicembre, mesi normalmente caratterizzati da una minore liquidità di mercato, e leggermente più alti negli altri mesi. Il PSPP ha continuato a rappresentare la quota di gran lunga più consistente degli acquisti complessivi (cfr. grafico 24).

È proseguita con successo la trasmissione delle misure della BCE attraverso i mercati finanziari e il sistema bancario

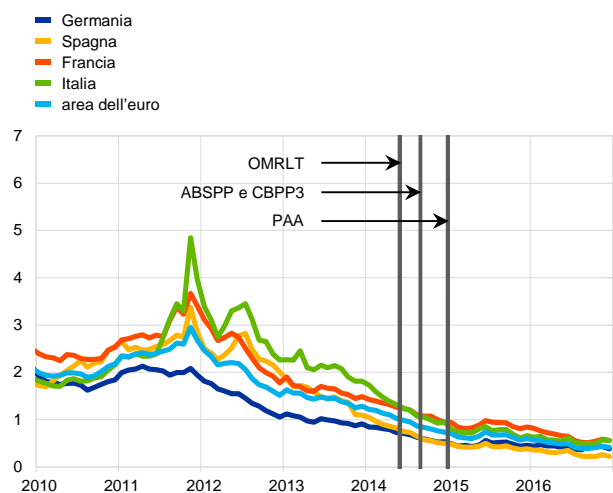
L'impatto delle misure di politica monetaria della BCE sulle attività finanziarie di riferimento è stato pronunciato. In particolare, l'acquisto di attività da parte dell'Eurosistema e il contesto dei bassi tassi di interesse hanno contribuito dalla metà del 2014 al netto declino dei tassi del mercato monetario e dei rendimenti dei titoli di Stato⁵⁰. La politica monetaria della BCE ha inoltre contribuito a proteggere in parte le condizioni del mercato obbligazionario dell'area dell'euro dagli effetti dei crescenti rendimenti dei titoli di Stato negli Stati Uniti alla fine del 2016. Inoltre, le misure della BCE hanno influenzato gli andamenti di altri segmenti dei mercati finanziari. Più specificamente, il riequilibrio del portafoglio e gli effetti macroeconomici positivi associati al grado molto elevato di accomodamento monetario potrebbero aver sostenuto la ripresa delle quotazioni azionarie. Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro è complessivamente sceso nel 2016.

⁵⁰ Dalla metà del 2014, la media ponderata per il PIL dei rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nell'area dell'euro è diminuita di circa 90 punti base. Questa generalizzata tendenza al ribasso si è interrotta verso la fine del 2016, quando i rendimenti dei titoli di Stato hanno seguito la tendenza globale al rialzo in condizioni di aumentata incertezza politica.

Grafico 25

Costo composito del finanziamento tramite debito per le banche

(costo composito dei depositi e del finanziamento di mercato non collateralizzato mediante ricorso al debito; valori percentuali in ragione d'anno)



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

Le misure della BCE hanno contribuito a un significativo miglioramento delle condizioni di finanziamento delle banche in due modi. In primo luogo, gli strumenti della raccolta bancaria sono stati tra le tipologie di attività che hanno registrato una sostanziale compressione dei rendimenti a medio e a lungo termine. Questo andamento è stato favorito da effetti di riequilibrio del portafoglio derivanti dall'acquisto di attività da parte dell'Eurosistema e dagli effetti di scarsità dovuti alla ridotta emissione di obbligazioni da parte delle banche, che hanno invece fatto ricorso al finanziamento tramite OMRLT⁵¹. Di conseguenza, il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche è sceso considerevolmente (cfr. grafico 25). In secondo luogo, le banche hanno continuato a sostituire provviste di mercato a breve termine più costose con fondi OMRLT (e hanno inoltre utilizzato l'opzione di passaggio dalle OMRLT-I alle più convenienti OMRLT-II)⁵². Tre delle quattro operazioni OMRLT pianificate sono state condotte nel 2016, mentre la

quarta è prevista per marzo 2017⁵³. L'ammontare totale della liquidità immessa fino alla fine del 2016 tramite tali operazioni è stato di 506,7 miliardi di euro, circa il 43 per cento del plafond complessivo delle banche dell'area dell'euro nell'ambito delle OMRLT-II.

L'impatto complessivo del PAA e del tasso negativo sui depositi presso la banca centrale sulla redditività delle banche è stato limitato, per effetto dell'ampia compensazione delle diverse componenti del reddito delle banche (cfr. grafico 26). Da una parte, le due misure hanno compresso i tassi di interesse di un ampio gruppo di attività finanziarie e assottigliato i margini di interesse, contribuendo così a ridurre il reddito netto da interessi. Dall'altra, gli aumenti nel valore di mercato delle obbligazioni sovrane detenute dalle banche hanno generato plusvalenze. Inoltre, gli effetti positivi delle recenti misure di politica monetaria sulle prospettive economiche hanno contribuito a far aumentare il volume dei prestiti e a migliorare la qualità del credito.

⁵¹ La prima serie di OMRLT (OMRLT-I) è stata annunciata il 5 giugno 2014, la seconda serie (OMRLT-II) il 10 marzo 2016. Per ulteriori informazioni sulle OMRLT-I, cfr. il [comunicato stampa](#); per informazioni aggiuntive sulle OMRLT-II, consultare la sezione 2.1 del capitolo 1.

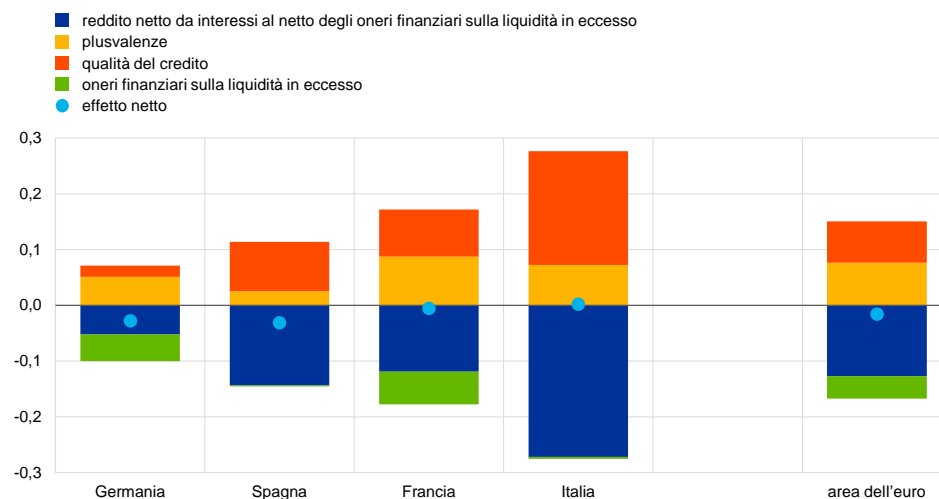
⁵² Nel 2016, 333 miliardi di euro dei fondi OMRLT-I sono stati sostituiti da fondi OMRLT-II. Le prime tre operazioni OMRLT-II hanno fornito un miglioramento delle condizioni di finanziamento stimato pari a 11 punti base.

⁵³ Il regolamento delle operazioni OMRLT-II era pianificato per giugno, settembre e dicembre 2016 e marzo 2017. L'ultima operazione scadrà quindi a marzo 2021.

Grafico 26

Redditività delle banche, PAA e tasso negativo sui depositi presso la banca centrale

(2014-2017; contributi in punti percentuali alla redditività dell'attivo delle banche)



Fonti: Autorità bancaria europea, BCE e stime BCE.

Note: le plusvalenze si basano su dati consolidati relativi a 68 gruppi bancari dell'area dell'euro, inclusi nell'elenco delle banche significative direttamente vigilate dalla BCE e nella prova di stress svolta nel 2014 a livello dell'UE. Le cifre relative all'area dell'euro sono calcolate, per i paesi inclusi nel campione e utilizzando dati bancari consolidati, come media ponderata per il peso del sistema bancario della singola giurisdizione rispetto al dato aggregato a livello dell'area dell'euro.

Le imprese dell'area dell'euro hanno beneficiato dell'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE

La trasmissione dello stimolo monetario alle condizioni di affidamento delle banche e all'erogazione del credito è stata rilevante. Da giugno 2014 si è registrata una notevole riduzione dei tassi di interesse relativi a un'ampia gamma di tipologie di attività e mercati del credito. Di conseguenza, le imprese e le famiglie dell'area hanno beneficiato di condizioni di prestito più favorevoli. Ad esempio, i tassi di prestito praticati dalle banche alle aziende sono scesi di oltre 110 punti base tra giugno 2014 e dicembre 2016 (cfr. grafico 19).

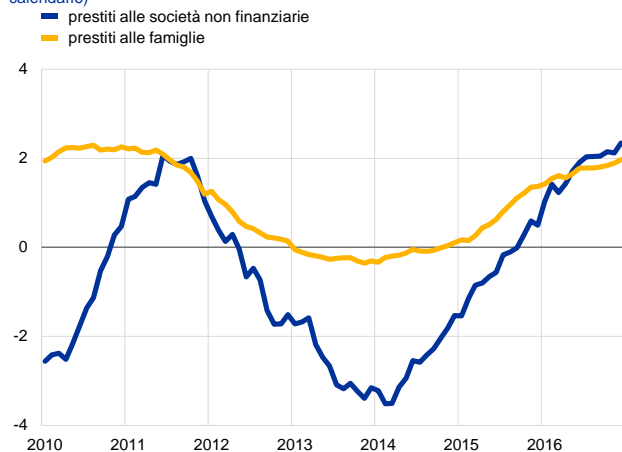
L'allentamento viene avvertito anche dalle piccole e medie imprese (PMI), elemento portante dell'economia dell'area dell'euro, che si affidano largamente al credito bancario. Le condizioni di affidamento che le banche offrono alle PMI sono ulteriormente migliorate: da maggio 2014 i tassi di affidamento sui prestiti di modesta entità sono scesi di circa 180 punti base. In aggiunta, nell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento nell'area dell'euro, le PMI continuano a segnalare un ulteriore miglioramento nell'accesso al credito e una maggiore disponibilità, da parte delle banche, a erogare prestiti a tassi di interesse più bassi⁵⁴. I nuovi crediti delle banche alle aziende continuano ad essere utilizzati per lo più per finanziare progetti di investimento, scorte e capitale circolante.

⁵⁴ Cfr. l'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento nell'area dell'euro, per il periodo da aprile a settembre 2016, BCE, novembre 2016.

Grafico 27

Prestiti delle IFM alle SNF e alle famiglie

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

L'acquisto di titoli da parte dell'Eurosistema e il contesto dei bassi tassi di interesse hanno incentivato le banche a erogare più prestiti, riducendo, ad esempio, l'appetibilità di investimenti in titoli che hanno rendimenti inferiori. Allo stesso tempo, l'abbassamento dei costi delle OMRLT-II per le banche attivamente impegnate nell'erogazione di prestiti ha incoraggiato le stesse a erogarne di più (le banche possono infatti ottenere condizioni più vantaggiose nell'ambito delle OMRLT-II se il volume dei loro crediti erogati supera il valore di riferimento). Ciò ha consentito un allentamento dei criteri di concessione dei prestiti e un miglioramento dei relativi termini e condizioni, come indicato nell'indagine sul credito bancario (Bank Lending Survey, BLS) nell'area dell'euro⁵⁵. Di conseguenza, in un contesto di crescente domanda di credito, è proseguito nell'area il graduale incremento del credito concesso al settore privato. Tra maggio

2014 e dicembre 2016, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti erogati alle famiglie è aumentato da -0,1 per cento al 2,0 per cento, mentre quello dei prestiti alle società non finanziarie (SNF) è salito da -2,9 per cento al 2,3 per cento (cfr. grafico 27).

Le evidenze iniziali riguardo al contributo del CSPP alla creazione di condizioni finanziarie più favorevoli alle imprese sono state incoraggianti. L'annuncio del CSPP, il 10 marzo 2016, ha fortemente sostenuto la contrazione dei differenziali tra i rendimenti sulle obbligazioni emesse dalle SNF e il tasso privo di rischio (cfr. grafico 28)⁵⁶. Il CSPP ha inoltre contribuito all'aumento, nel corso dell'anno, dell'emissione di obbligazioni societarie denominate in euro (cfr. grafico 29). Infine, come conseguenza del processo di ribilanciamento dei portafogli, si è registrato un incremento anche della domanda di obbligazioni non idonee per il CSPP e delle relative emissioni. Il CSPP ha inoltre avuto importanti ricadute positive sulle generali condizioni di finanziamento delle imprese; infatti, a fronte della sostituzione dei prestiti bancari con emissioni di debito societario, le banche hanno segnalato più forti pressioni concorrenziali e una più consistente compressione dei margini sui prestiti alle grandi imprese.

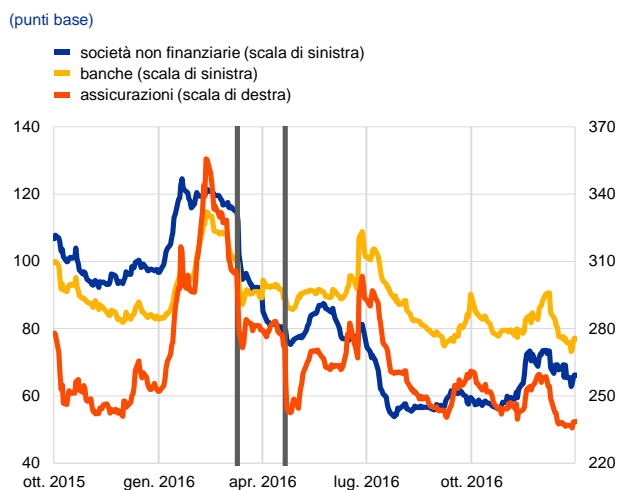
L'implementazione del CSPP è proseguita come programmato al momento del lancio, con acquisti ben diversificati in termini di rating, settori, paesi ed emittenti. Al 31 dicembre 2016, l'Eurosistema deteneva circa 51 miliardi di euro di obbligazioni societarie non bancarie emesse da 225 diversi emittenti.

⁵⁵ Più specificamente, le banche hanno segnalato che le OMRLT, il PAA e il tasso negativo sui depositi presso la banca centrale hanno contribuito a creare termini e condizioni di prestito più favorevoli. L'[indagine sul credito bancario di luglio 2016](#) includeva domande specifiche sull'impatto delle OMRLT. L'[indagine sul credito bancario di ottobre 2016](#) comprendeva domande specifiche sull'impatto del PAA e del tasso sui depositi negativo sulle condizioni e sui volumi dei prestiti.

⁵⁶ Le stime empiriche indicano che gran parte della compressione è riconducibile all'avvio del CSPP. Cfr. il riquadro [Il mercato delle obbligazioni private e il programma della BCE per l'acquisto di titoli del settore societario](#) nel numero 5/2016 del Bollettino economico della BCE.

Grafico 28

Differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie di qualità più elevata (investment grade)

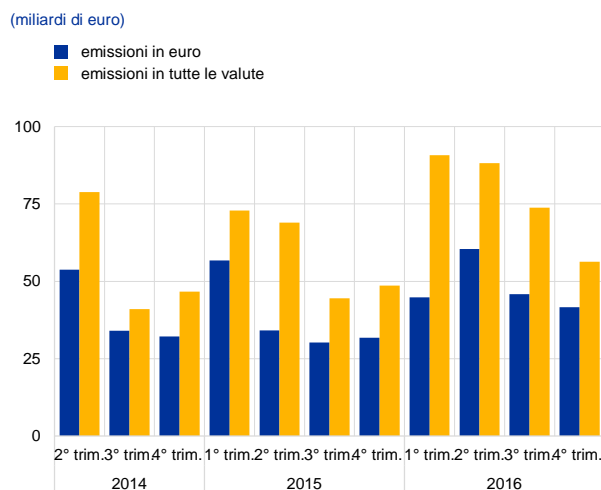


Fonti: Markit e Bloomberg.

Note: i differenziali delle obbligazioni societarie sono misurati sui differenziali degli asset swap. Le righe verticali indicano le riunioni del Consiglio direttivo del 10 marzo e del 21 aprile. Gli indici contengono anche le obbligazioni subordinate.

Grafico 29

Emissioni lorde di titoli obbligazionari da parte delle SNF dell'area dell'euro



Fonti: Dealogic ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati includono obbligazioni sia investment-grade sia non-investment-grade. "Emissione in euro" indica nuove emissioni denominate in euro da parte di SNF con sede principale nell'area dell'euro. "Emissione in tutte le valute" indica tutte le nuove emissioni da parte di SNF con sede principale nell'area dell'euro.

La politica accomodante della BCE ha dato un importante sostegno agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro

Complessivamente, le misure di politica monetaria introdotte dalla BCE da giugno 2014 hanno avuto effetti macroeconomici significativi. Senza queste misure, gli andamenti della crescita e dell'inflazione nel 2016 sarebbero stati notevolmente più modesti. In particolare, grazie alle misure della BCE, è venuto meno il rischio di deflazione.

Riquadro 6

Dimensioni e composizione del bilancio dell'Eurosistema

Dall'inizio della crisi finanziaria nel 2007-2008, l'Eurosistema utilizza il proprio bilancio per effettuare una serie di interventi di politica monetaria che ne hanno modificato, nel tempo, dimensioni e composizione. Tali interventi includono operazioni mirate a fornire finanziamenti alle controparti nonché acquisti di attività 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 2016 la dimensione del bilancio dell'Eurosistema ha raggiunto il massimo storico di 3,7 mila miliardi di euro.

All'inizio di giugno 2014, prima che il Consiglio direttivo adottasse una serie di misure di politica monetaria, alle attività di politica monetaria era ascrivibile il 40 per cento dell'attivo totale del bilancio dell'Eurosistema. Tali attività includevano prestiti a istituti di credito dell'area dell'euro, pari al 30 per cento delle attività totali (cfr. grafico in calce) e titoli detenuti per finalità di politica monetaria (ovvero acquisiti nell'ambito del programma per il mercato dei titoli finanziari - Securities Markets Programme, SMP - e dei primi programmi di acquisto di obbligazioni garantite), per un

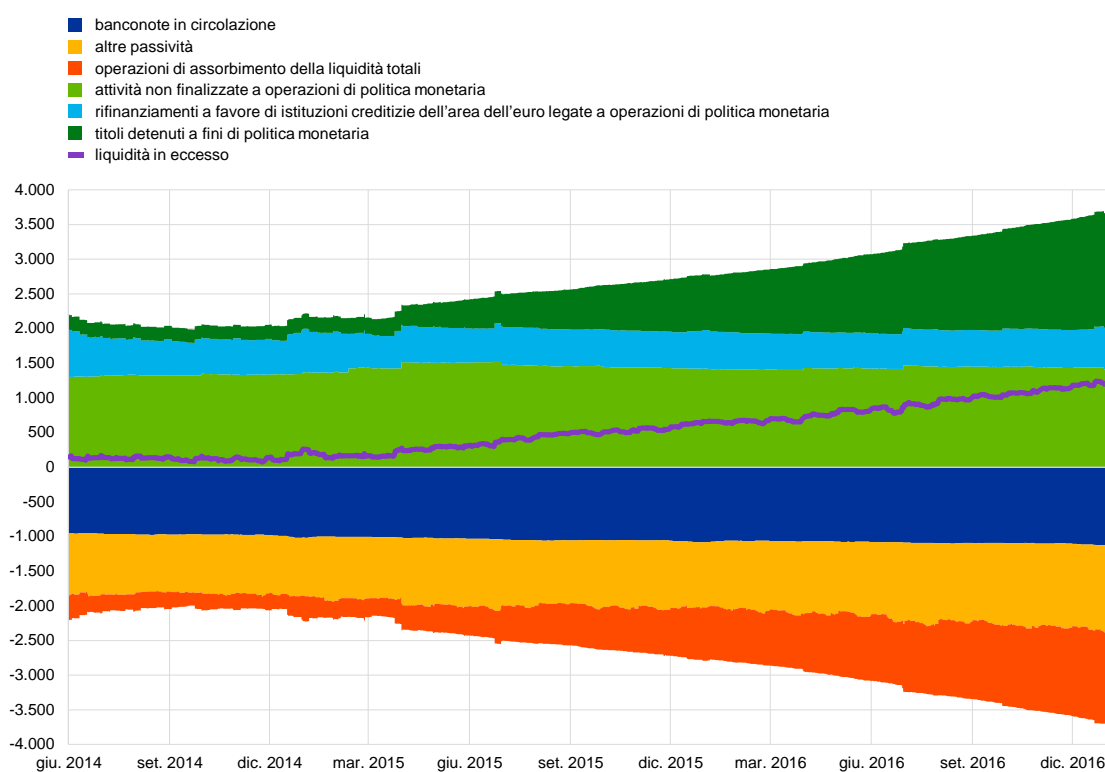
valore pari a circa il 10 per cento del totale attivo. Le altre attività finanziarie consistevano principalmente di: (a) valuta straniera e oro detenuti dall'Eurosistema; (b) portafogli denominati in euro detenuti per finalità non di politica monetaria; (c) liquidità di emergenza fornita da alcune BCN dell'Eurosistema a istituzioni solvibili ma con temporanei problemi di liquidità. Queste ultime attività finanziarie sono soggette a obblighi di segnalazione e restrizioni derivanti dal divieto di finanziamento monetario nonché dall'obbligo di non interferire con la politica monetaria, come stabilito in vari testi legali⁵⁷.

Dal lato del passivo del bilancio, a giugno 2014, le banconote in circolazione - voce principale del passivo delle banche centrali - ammontavano a circa il 44 per cento delle passività totali. Le riserve detenute dalle controparti⁵⁸ rappresentavano il 16 per cento, mentre altre passività, incluso il capitale e i conti di rivalutazione, ammontavano al 40 per cento.

Grafico

Evoluzione del bilancio consolidato dell'Eurosistema

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: le cifre positive si riferiscono alle attività e le cifre negative alle passività. La linea della liquidità in eccesso è presentata come cifra positiva, sebbene si riferisca alla somma delle seguenti voci passive: saldo dei conti correnti in eccesso rispetto all'obbligo di riserva e ricorso a operazioni di deposito.

Le misure di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo da giugno 2014, in particolare il programma ampliato di acquisto di attività (PAA) avviato il 9 marzo 2015, hanno comportato sia

⁵⁷ In particolare, le linee guida della BCE sulle operazioni di gestione di attività e passività domestiche da parte delle BCN (BCE/2014/9) e l'accordo sulle attività finanziarie nette (Agreement on Net Financial Assets, ANFA).

⁵⁸ Le riserve detenute dalle controparti includono conti correnti e operazioni di deposito presso le BCN nonché, nel periodo in cui l'Eurosistema portava a termine tali operazioni, depositi a tempo determinato raccolti ai fini della politica monetaria.

un'espansione che una variazione della composizione del bilancio. Alla fine del 2016, il volume degli strumenti di politica monetaria è cresciuto, collocandosi al 61 per cento dell'attivo, mentre le dimensioni delle altre attività finanziarie sono rimaste relativamente stabili. Dal lato del passivo, l'impatto principale è riconducibile alle riserve detenute dalle controparti, che sono aumentate di 1000 miliardi e hanno rappresentato il 36 per cento delle passività del bilancio alla fine del 2016, mentre le banconote in circolazione sono scese, in termini relativi, al 31 per cento.

Scadenza media del portafoglio e distribuzione per attività e paesi

Dall'inizio del PAA, la BCE pubblica con frequenza settimanale il valore aggregato a livello Eurosystema degli acquisti nell'ambito di ciascun programma incluso nel PAA. Su base mensile, viene inoltre pubblicata la scomposizione dei titoli acquistati su mercati primari e secondari per il terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3), per il programma di acquisto di attività cartolarizzate (ABSPP) e per il programma di acquisto di titoli del settore societario (CSPP), nonché la disaggregazione per paese emittente (inclusa la scadenza media ponderata) dei titoli nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (PSPP)⁵⁹.

Alla fine del 2016, il PSPP rappresentava la porzione più ampia del PAA, con una quota pari all'82 per cento dei titoli totali. Nell'ambito del PSPP, l'allocazione degli acquisti ai mercati nazionali delle BCN è determinato sulla base dello schema di sottoscrizione del capitale della BCE. All'interno delle quote individuali loro assegnate, la BCE e le BCN hanno la flessibilità di scegliere tra l'acquisto di titoli di Stato centrali, regionali e locali, di titoli emessi da determinate agenzie collocate nelle rispettive giurisdizioni e, se necessario, di titoli emessi da istituzioni sovranazionali.

Alla fine del 2016, la scadenza media ponderata del PSPP era pari a 8,3 anni, con alcune variazioni a seconda delle giurisdizioni. La durata delle attività acquistate dall'Eurosystema assume rilievo sotto due punti di vista: da una parte consente all'Eurosystema di assorbire dal mercato il rischio di tasso di interesse, incentivando gli investitori a ribilanciare i propri portafogli; dall'altra, l'Eurosystema punta a un'allocazione delle attività neutrale dal punto di vista di mercato, acquistando titoli sull'intero spettro delle scadenze idonee ai fini del programma di acquisti e in tutte le giurisdizioni, in modo da riflettere la composizione del mercato delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro. Come [annunciato](#) a dicembre 2015, i rimborsi di capitale dei titoli acquistati nell'ambito del PAA e giunti a scadenza verranno reinvestiti per tutto il tempo necessario, mantenendo così la dimensione del portafoglio titoli del PAA costante, oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività.

Andamenti delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosystema

L'ammontare in essere delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosystema è sceso di circa 84 miliardi di euro dall'inizio di giugno 2014. A quella data, era ancora in essere e in corso di rimborso un ampio importo relativo alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni. Da allora, il profilo per scadenze delle operazioni di credito dell'Eurosystema si è allungato. La scadenza media ponderata è aumentata da circa sei mesi a giugno 2014 a tre anni alla fine del 2016, principalmente in conseguenza delle due serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza iniziale fino a quattro anni.

⁵⁹ Per informazioni sull'evoluzione del portafoglio titoli detenuti nell'ambito del PAA, consultare il sito Internet della BCE all'indirizzo <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html>

3 Il settore finanziario europeo: cresce la capacità di tenuta in un contesto di bassa redditività

La regolare valutazione dei rischi emergenti e della capacità di tenuta del sistema bancario condotta dalla BCE ha messo in luce vari rischi per la stabilità finanziaria dell'area dell'euro nel 2016. Il livello complessivo delle tensioni sistemiche nell'area, tuttavia, è rimasto contenuto. Sebbene in molti casi alle prese con una bassa redditività, le istituzioni finanziarie sono spesso riuscite a migliorare la propria capacità di tenuta, ad esempio innalzando i livelli di capitalizzazione.

Il 2016 è stato il secondo anno completo per il quale la BCE ha svolto le funzioni macro e microprudenziali assegnatele a seguito dell'istituzione nel novembre 2014 del Meccanismo di vigilanza unico (MVU), cui partecipano la BCE e le autorità nazionali competenti (ANC) dei paesi dell'area dell'euro. La BCE ha inoltre contribuito a varie importanti iniziative di regolamentazione nonché alle misure mirate a creare il terzo pilastro dell'unione bancaria, ossia un sistema europeo di assicurazione dei depositi.

3.1 I rischi e le vulnerabilità presenti nel sistema finanziario dell'area dell'euro

La BCE valuta gli sviluppi relativi alla stabilità finanziaria nell'area dell'euro per individuare eventuali vulnerabilità e fonti di rischio sistemico. Nello svolgimento di questo compito, essa è affiancata dalle altre banche centrali dall'Eurosistema e dal Sistema europeo di banche centrali. L'insorgere di potenziali rischi sistemici nel sistema finanziario è affrontato mediante politiche macroprudenziali.

L'analisi della stabilità finanziaria condotta dalla BCE è descritta all'interno della pubblicazione semestrale *Financial Stability Review*⁶⁰. La BCE fornisce altresì assistenza analitica al Comitato europeo per il rischio sistemico nell'analisi della stabilità finanziaria.

Nel 2016 brevi periodi di turbolenza nei mercati finanziari internazionali e timori per le prospettive reddituali delle banche dell'area dell'euro

Il livello complessivo delle tensioni finanziarie nell'area dell'euro è rimasto contenuto durante il 2016, malgrado i brevi periodi di turbolenza che hanno interessato i mercati finanziari internazionali. Fra questi episodi vi è stato il peggioramento del clima di fiducia dei mercati intorno a inizio anno, innescato dalla volatilità dei corsi azionari cinesi e dai timori per i mercati emergenti, nonché, successivamente, l'incertezza politica che ha fatto seguito ai risultati del referendum britannico sull'appartenenza all'UE e delle elezioni presidenziali statunitensi. Nell'anno in

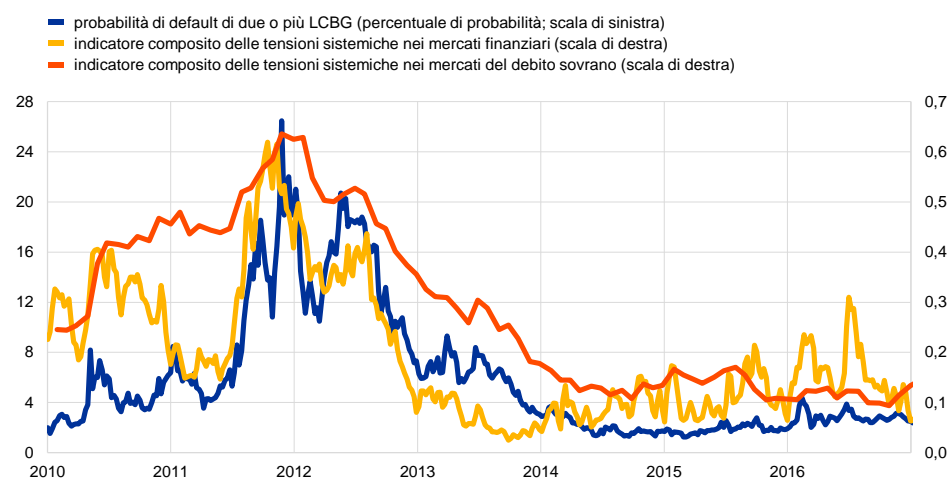
⁶⁰ Cfr. *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2016 e *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2016.

rassegna le quotazioni azionarie delle banche dell'area dell'euro hanno attraversato periodi di elevata volatilità che, nell'insieme, hanno contribuito all'aumento del costo stimato del capitale. Uno dei principali motivi all'origine di tale aumento hanno continuato a essere le preoccupazioni del mercato circa le prospettive reddituali delle banche dell'area dell'euro in un contesto di bassa crescita e di bassi tassi di interesse. Al tempo stesso, l'orientamento ancora accomodante della politica monetaria e il venir meno dei timori di mercato concernenti la Cina hanno attutito i picchi di tensione sistemica nell'area dell'euro: gli indicatori standard delle tensioni bancarie, sovrane e finanziarie rimanevano su livelli contenuti a fine 2016 (cfr. grafico 30).

Grafico 30

Indicatori compositi delle tensioni sistemiche nei mercati finanziari e del debito sovrano e probabilità di default di due o più gruppi bancari

(gennaio 2011 – dicembre 2016)










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 gruppi bancari grandi e complessi (large and complex banking group, LCBG) su un orizzonte di un anno.

In questo contesto sono stati individuati nel 2016 quattro rischi principali per la stabilità finanziaria nell'area dell'euro (cfr. tavola 2). La probabilità di una rivalutazione dei rischi a livello mondiale è aumentata, considerati l'accresciuta incertezza politica, le vulnerabilità nei mercati emergenti e il relativamente basso premio al rischio nei mercati. Al tempo stesso, in presenza di tassi di interesse bassi, gli investitori hanno continuato a innalzare i livelli di rischio dei loro portafogli. Per quanto riguarda i prezzi delle attività, i rendimenti delle obbligazioni societarie sono rimasti contenuti nel 2016, mentre alcuni mercati azionari hanno evidenziato segnali di sopravvalutazione. Segnali analoghi hanno cominciato a provenire anche dai mercati degli immobili residenziali e commerciali di alcuni paesi.

Tavola 2

Rischi principali per la stabilità finanziaria dell'area dell'euro evidenziati dalla Financial Stability Review di novembre 2016

		Livello corrente (colore) e variazione recente (freccia)*
	rischio sistemico pronunciato	
	rischio sistemico di medio livello	
	rischio sistemico potenziale	
Rivalutazione globale del rischio con effetti di contagio finanziario, innescata dall'accresciuta incertezza politica nelle economie avanzate e dalle protratte fragilità delle economie emergenti		
Circolo vizioso fra la debole redditività bancaria e la bassa crescita nominale, in presenza di difficoltà connesse alla riduzione di elevati livelli di crediti deteriorati in alcuni paesi		
Riemergere dei timori per la sostenibilità del debito sovrano e privato non finanziario in un contesto di bassa crescita nominale, qualora l'incertezza politica provochi lo stallo delle riforme a livello nazionale ed europeo		
Potenziali tensioni nel settore dei fondi di investimento, con conseguente amplificazione dei rischi di liquidità ed effetti di propagazione al resto del sistema finanziario		

Fonte: BCE.

* Il colore indica il livello cumulato di rischio, ottenuto combinando la probabilità che il rischio specificato si materializzi e la stima del suo impatto potenziale nell'arco dei 24 mesi successivi, in base alle valutazioni degli esperti della BCE. Le frecce indicano se il rischio sia aumentato rispetto alla precedente edizione della Financial Stability Review.

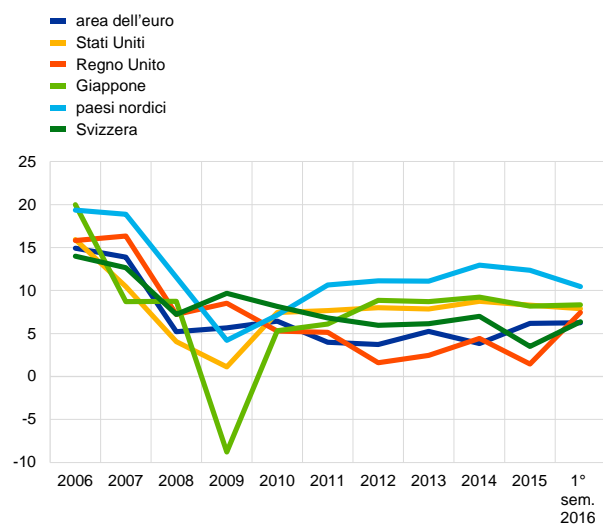
Le altre principali criticità nel 2016 sono state per molti aspetti il retaggio delle crisi delle banche e del debito sovrano. Il settore bancario dell'area dell'euro è rimasto vulnerabile, nonostante la sua capacità di tenuta di fronte alle tensioni di mercato descritte. La debole crescita economica e il connesso contesto di bassi tassi di interesse hanno complicato le prospettive della redditività bancaria nelle economie avanzate (cfr. grafico 31). Malgrado queste difficoltà, le banche hanno significativamente rafforzato le proprie posizioni patrimoniali negli ultimi anni (come confermato anche dai risultati dello stress test a livello di intera UE per il 2016 dell'Autorità bancaria europea).

In alcuni paesi dell'area dell'euro le prospettive reddituali sono state offuscate anche dalla capacità in eccesso strutturale e dall'adeguamento ancora incompleto dei modelli di business al contesto di bassi tassi di interesse (cfr. riquadro 7).

Grafico 31

Mediana della redditività del capitale (ROE) delle banche nelle principali economie avanzate

(2006-2016, percentuali annue)



Fonti: SNL Financial ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati per il 2016 si riferiscono al 1° semestre.

In aggiunta, le consistenze di crediti deteriorati (non-performing loans, NPL) si sono mantenute elevate in alcuni paesi dell'area dell'euro, facendo temere per la redditività bancaria futura e per la stabilità finanziaria (cfr. riquadro 8). I progressi compiuti nella riduzione degli NPL sono stati inoltre lenti. A livello di singole banche, ciò si deve all'inadeguata capacità operativa, alla scarsa esperienza nella gestione degli NPL, ai vincoli patrimoniali e alla bassa redditività. Anche fattori strutturali, come norme inefficaci in materia fallimentare, la presenza di strozzature nei sistemi giudiziari, la mancanza di procedure di risoluzione extragiudiziale delle controversie, lo scarso sviluppo del mercato per gli NPL, nonché questioni contabili e fiscali, impedivano la pronta soluzione del problema degli NPL⁶¹.

Nel 2016 i rischi per la stabilità finanziaria hanno tratto origine anche al di fuori del settore bancario. Anzitutto, sono aumentati i timori per la sostenibilità del debito sovrano e di quello dei settori non finanziari. È inoltre

aumentata anche l'assunzione di rischio nel settore in rapida espansione dei fondi di investimento. Sebbene i fondi dell'area dell'euro abbiano dato prova di buona tenuta durante le tensioni sui mercati, i deflussi da alcuni fondi immobiliari del Regno Unito intervenuti dopo il risultato del referendum hanno messo in luce la vulnerabilità dei fondi aperti (i quali possono emettere un importo illimitato di quote che gli investitori hanno la facoltà di farsi rimborsare in ogni momento). I rischi sono stati aggravati dall'assenza di una prospettiva sistemica nella regolamentazione del settore e dalla conseguente difficoltà nel prevenire l'accumulo di rischi settoriali.

Un'analisi strutturale relativa all'intero settore finanziario dell'area dell'euro, comprese compagnie di assicurazione e fondi pensione ed entità del sistema bancario ombra, ha confermato per il 2016 la protratta espansione del settore finanziario non bancario⁶². Contemporaneamente, il settore bancario ha continuato a spostarsi verso le attività più tradizionali. Il passaggio dal finanziamento presso la banca centrale e sui mercati all'ingrosso a quello basato sulla raccolta di depositi si è accompagnato a un calo del grado di leva finanziaria.

⁶¹ Cfr. Fell, J., Grodzicki, M., Martin, R. e O'Brien, E., "Addressing market failures in the resolution of non-performing loans in the euro area", *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2016, monografia B.

⁶² Cfr. *Report on financial structures*, BCE, ottobre 2016.

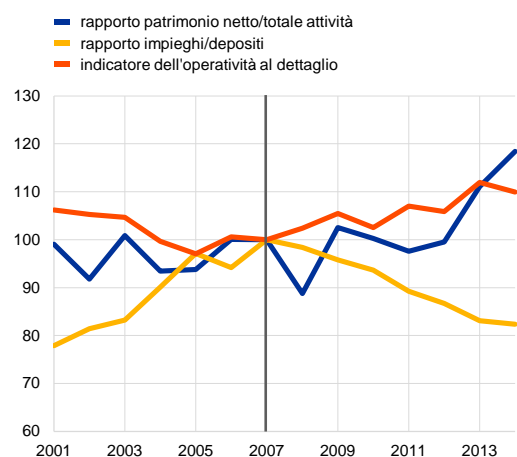
Riquadro 7

Diversità dei modelli di business delle banche e adeguamento al contesto di bassi tassi di interesse

Grafico A

Variazioni delle caratteristiche fondamentali del modello di business dei gruppi bancari significativi dell'UE dopo la crisi

(2001-2014; indice: 2007 = 100)



Fonti: Bloomberg, SNL Financial ed elaborazioni della BCE.
Note: l'indice è calcolato sulla base del valore medio di ciascun indicatore. L'indicatore dell'operatività al dettaglio è calcolato come rapporto fra depositi della clientela più prestiti (netti) alla clientela e totale dell'attivo.

L'adeguamento incompleto dei modelli di business delle banche al contesto di bassi tassi di interesse rappresenta un fattore chiave alla base della bassa redditività bancaria nell'area dell'euro. Prima della crisi finanziaria i profitti bancari erano sospinti verso l'alto dall'elevato grado di leva finanziaria, dal basso costo della provvista all'ingrosso e dall'assunzione di rischio mediante attività di prestito immobiliare o di cartolarizzazione. La crisi ha dimostrato che alcune di queste strategie non erano sostenibili. I cambiamenti indotti dalla crisi nella disponibilità di banche e investitori ad assumere rischi e nella regolamentazione hanno portato a una riconfigurazione dei modelli di business delle banche. Le banche hanno ridimensionato i propri bilanci, rafforzato la base patrimoniale e ridotto le attività più rischiose a favore di quelle tradizionali. Nell'area dell'euro, questo processo ha comportato in aggregato il passaggio dalle attività di investment banking e all'ingrosso alle più tradizionali attività al dettaglio (cfr. grafico A)⁶³.

Si afferma spesso che un'ulteriore modifica dei modelli di business che favorisca il reddito da commissioni e provvigioni potrebbe supportare la redditività delle banche nel contesto di bassa crescita e tassi di interesse contenuti. Tuttavia, un'indagine più approfondita mostra che il successo di una tale strategia dipenderebbe probabilmente dal modello di business specifico della banca e, di conseguenza, dal tipo di commissioni e provvigioni che può generare⁶⁴.

I modelli di business delle banche possono essere classificati a seconda del peso che le diverse attività hanno in bilancio. Un'analisi della BCE indica che le dimensioni della banca, le sue esposizioni non domestiche e i profili della provvista costituiscono delle determinanti chiave dei modelli di business (cfr. grafico B)⁶⁵ e indica altresì che categorie come banca depositaria, intermediario al dettaglio, banca universale, intermediario specializzato o settoriale e banca internazionale di grandi dimensioni, come le banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB), sono

⁶³ Cfr. Kok, C., Moré, C. e Petrescu, M., "Recent trends in euro area banks' business models and implications for banking sector stability", *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2016, monografia C.

⁶⁴ Cfr. Kok, C., Mirza, H., Moré, C. e Pancaro, C., "Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income", *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2016, monografia C.

⁶⁵ Cfr. Franch, F. e Żochowski, D., "A statistical approach to classify euro area banks according to business model characteristics", *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2016, monografia C, Riquadro 2.

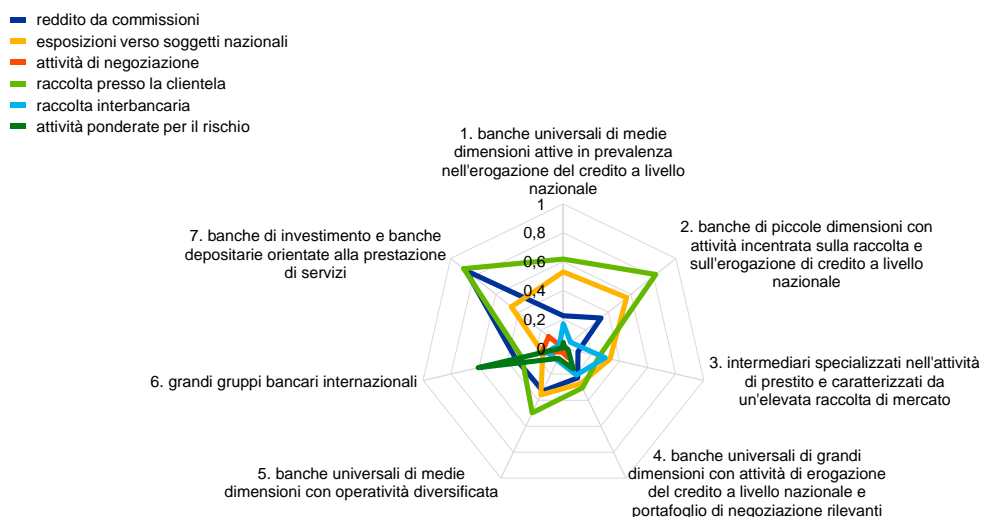
utili per valutare l'impatto di diversi fattori sul settore bancario (cfr. grafico C) o per effettuare un confronto per gruppi omogenei in base al modello di business nell'ambito della vigilanza bancaria.

Per quanto riguarda l'interazione fra il reddito da commissioni e provvigioni e i modelli di business, l'analisi recente della BCE permette di fare varie osservazioni. In primo luogo, le banche depositarie e gli asset manager sono gli intermediari che più fanno affidamento su commissioni e provvigioni, considerata l'elevata concentrazione delle attività collegate che caratterizzano il loro modello di business (cfr. grafico B). Le banche universali e al dettaglio traggono generalmente un quarto circa del loro reddito da commissioni e provvigioni, mentre la categoria per la quale tale fonte conta meno è quella degli intermediari specializzati⁶⁶. Questi ultimi potrebbero di fatto essere impossibilitati ad aumentare significativamente il proprio reddito da commissioni e provvigioni, considerato il loro modello di business specifico.

Grafico B

Struttura di bilancio dei diversi modelli di business

(2014; rapporti e quote percentuali sul totale di attività e passività o sul totale dell'utile operativo)



Fonti: Bankscope, Bloomberg, SNL Financial ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati sono tratti dai bilanci di 113 istituti significativi vigilati dalla BCE. Il grafico mostra le mediane delle variabili utilizzate per l'individuazione dei cluster per ciascuno dei sette cluster individuati per il 2014.

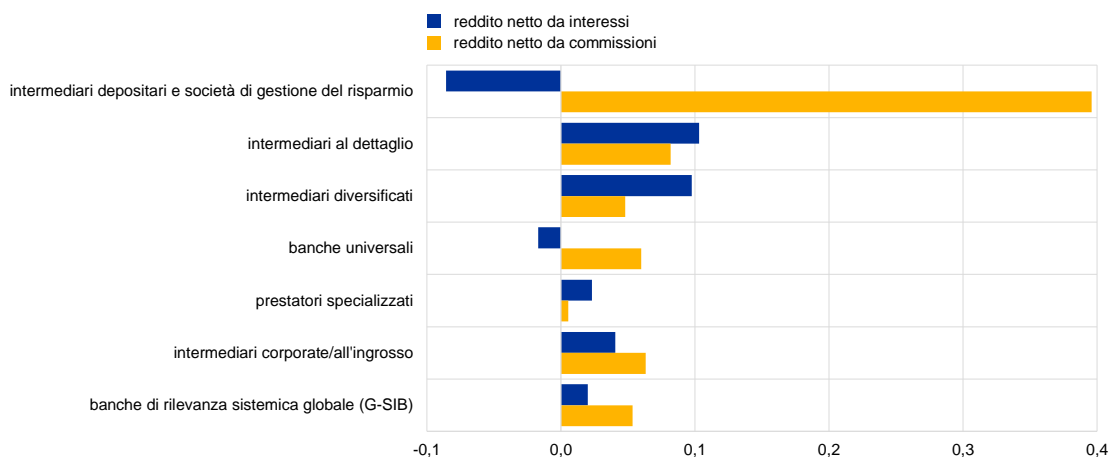
In secondo luogo, per molte banche il reddito da commissioni e provvigioni è aumentato dal 2012 (cfr. grafico C). Per le banche depositarie e gli asset manager, nonché per le banche universali, l'aumento del reddito da commissioni e provvigioni ha compensato il calo del reddito netto da interessi durante il periodo di osservazione. Le banche aventi altri modelli di business hanno registrato una crescita positiva sia del reddito netto da interessi sia delle commissioni e provvigioni, a indicare che la creazione di reddito da commissioni e provvigioni è probabilmente collegata strettamente con la loro attività generale. La complementarità o sostituibilità fra il reddito netto da interessi e il reddito da commissioni e provvigioni dipende pertanto dal modello di business della banca e dalla fonte di creazione delle commissioni e provvigioni.

⁶⁶ Cfr anche il grafico C.2 in Kok, C., Mirza, H., Moré, C. e Pancaro, C., "Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income", *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2016, monografia C.

Grafico C

Variazioni del reddito netto da interessi e di quello da commissioni e provvigioni per gli istituti significativi, in base al modello di business

(variazione in punti percentuali del rapporto fra reddito netto da interessi e attività totali e fra reddito da commissioni e provvigioni e attività totali nel periodo 2012-2015)



Fonti: BCE e SNL Financial.

Note: il campione copre 94 istituti significativi vigilati dalla BCE. Le "banche universali" comprendono anche le G-SIB che sono banche universali, mentre la categoria "G-SIB" esclude le banche universali.

In terzo luogo, l'esame di questi andamenti nell'ottica della stabilità finanziaria rivela che la capacità di tenuta del reddito da commissioni e provvigioni di fronte agli andamenti economici avversi differisce a seconda del modello di business⁶⁷. Le varie modalità con cui può essere generato fanno sì che tale reddito sia una fonte potenzialmente più volatile per intermediari corporate/all'ingrosso, intermediari specializzati e al dettaglio e banche universali, che non per gli intermediari diversificati e le G-SIB. Pertanto, sebbene negli ultimi anni abbia favorito la diversificazione delle fonti di reddito per alcune di quelle categorie di modelli di business, la crescita del reddito da commissioni e provvigioni potrebbe ridursi significativamente in caso di peggioramento delle condizioni.

Infine, mentre alcune banche sono passate da un modello di business a un altro fra il 2007 e il 2014, gran parte di loro è rimasta all'interno della stessa categoria⁶⁸. I modelli di business tendono pertanto a essere relativamente "vischiosi" e non possono essere facilmente modificati in funzione del mutato contesto o in previsione di tensioni. Sul piano della stabilità finanziaria ciò può avere particolari implicazioni laddove alcuni cluster di banche siano maggiormente soggetti a tensioni sistemiche, nel qual caso è possibile che il rischio sistemico risulti concentrato.

3.2 La funzione macroprudenziale della BCE

La responsabilità delle decisioni in materia di provvedimenti macroprudenziali nell'area dell'euro è condivisa fra le autorità nazionali e la BCE. Le autorità nazionali conservano il potere di applicare le misure macroprudenziali, mentre la BCE ha la

⁶⁷ Cfr. la nota 66 a piè di pagina.

⁶⁸ Cfr. la nota 66 a piè di pagina.

facoltà di integrare i provvedimenti presi dalle autorità nazionali per gli strumenti macroprudenziali ad essa conferiti dalla normativa europea. Questa asimmetria dei poteri riflette il ruolo che la BCE è chiamata a svolgere per superare eventuali inerzie a livello nazionale.

Nel 2016 la BCE e le autorità nazionali hanno proseguito il dibattito di ampio respiro, a livello sia tecnico sia di policy, sull'impiego degli strumenti macroprudenziali. Tale dibattito è servito a valutare l'adeguatezza dell'orientamento delle politiche macroprudenziali nei paesi sottoposti alla vigilanza bancaria europea.

La politica macroprudenziale nel 2016

Durante il 2016 la BCE ha rafforzato il suo ruolo di coordinamento per la politica macroprudenziale nonché la comunicazione esterna in materia per migliorare la trasparenza e sottolineare l'importanza della politica macroprudenziale stessa. Il Consiglio direttivo ha rilasciato la [prima dichiarazione macroprudenziale](#) a conclusione dell'incontro del Forum macroprudenziale, che raggruppa i membri del Consiglio direttivo e del Consiglio di vigilanza della BCE. Sono inoltre state pubblicate in marzo e ottobre le prime due edizioni del *Macroprudential Bulletin* della BCE. Questa pubblicazione ha lo scopo di accrescere la trasparenza e offrire informazioni sulla ricerca in materia di politiche macroprudenziali e di illustrare come i risultati di tale ricerca siano applicati dalla BCE nell'attuazione di dette politiche. Nel primo numero si presentava inoltre il quadro di riferimento per la politica macroprudenziale della BCE e veniva spiegato come esso si rapporta agli altri consessi e processi macroprudenziali nell'UE⁶⁹.

La BCE ha inoltre adempiuto il mandato legale di valutare le decisioni macroprudenziali prese dalle autorità nazionali nei paesi sottoposti alla vigilanza bancaria europea. Ha ricevuto notifica di oltre cento decisioni di questo tipo, in gran parte relative alla fissazione delle riserve anticicliche, nonché alla designazione degli istituti di credito di rilevanza sistemica e alla calibrazione delle corrispondenti riserve patrimoniali. La BCE ha ricevuto inoltre notifica nei casi di applicazione della riserva per il rischio sistemico e delle soglie minime di ponderazione dei rischi in alcuni paesi.

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 in gran parte dell'area dell'euro. Il Consiglio direttivo ha concordato con le decisioni prese dalle autorità nazionali. In particolare, l'accumulo di rischi sistemici significativi in Slovacchia ha portato alla decisione di fissare la riserva anticiclica in quel paese allo 0,5 per cento dal 1° agosto 2017.

Nel 2016 la BCE, le autorità nazionali e il Financial Stability Board (FSB), in consultazione con il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB), hanno aggiornato la valutazione delle banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB) nei

⁶⁹ Cfr. [Macroprudential Bulletin](#), numero 1, BCE, 2016.

paesi dell'area dell'euro. La valutazione ha portato all'assegnazione di otto banche in Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna alle categorie G-SIB 1 e 3 concordate a livello internazionale, le quali comportano una dotazione aggiuntiva di capitale dell'1,0 e del 2,0 per cento rispettivamente⁷⁰. Il requisito patrimoniale addizionale entrerà in vigore a partire dal 1° gennaio 2018 ed è soggetto a un periodo di introduzione progressiva. Gli elenchi delle G-SIB e delle altre istituzioni di rilevanza sistemica (systemically important institutions, O-SII), unitamente ai corrispondenti requisiti aggiuntivi, sono riveduti con periodicità annuale.

Le autorità nazionali hanno inoltre stabilito quali dovranno essere i requisiti patrimoniali addizionali per le 110 O-SII. I valori concordati sono in linea con la metodologia della BCE per la valutazione delle riserve patrimoniali delle O-SII introdotta di recente⁷¹. Nel 2019 tutte le istituzioni designate come O-SII presenteranno un coefficiente patrimoniale rigorosamente positivo.

Stress test macroprudenziali

Nell'ambito della sua funzione macroprudenziale, e oltre a partecipare attivamente allo stress test prudenziale condotto per l'intera UE nel 2016, la BCE ha condotto un esercizio macroprudenziale⁷². Mentre lo stress test intendeva stimare l'impatto diretto di eventuali tensioni sulla solvibilità delle singole banche, l'esercizio macroprudenziale era diretto a quantificarne i potenziali effetti macroeconomici indiretti. Lo studio si basava sul quadro concettuale elaborato dagli esperti della BCE, che verrà impiegato per determinare la calibrazione delle misure di politica macroprudenziale⁷³.

Il primo passo dell'esercizio macroprudenziale è stato quello di stimare l'impatto delle variazioni nelle consistenze dei prestiti bancari aggregati sulla solvibilità delle banche, e quindi eliminare parte dell'incongruenza introdotta dall'ipotesi di bilancio statico utilizzata nella metodologia dello stress test a livello di UE. Successivamente sono stati stimati gli effetti indiretti sulle variabili macroeconomiche. Tali effetti si riferiscono agli aggiustamenti potenzialmente adottati dalle banche laddove il loro coefficiente patrimoniale scenda al di sotto di un livello obiettivo predeterminato nello

⁷⁰ Le G-SIB designate sono le seguenti (requisito addizionale a regime per il 2019 fra parentesi): BNP Paribas (2,0 per cento), BPCE Group (1,0 per cento), Crédit Agricole Group (1,0 per cento), Deutsche Bank (2,0 per cento), ING Bank (1,0 per cento), Banco Santander (1,0 per cento), Société Générale (1,0 per cento) e UniCredit Group (1,0 per cento). I requisiti sono determinati con riferimento alla metodologia del CBVB del luglio 2013.

⁷¹ La metodologia O-SII della BCE assegna le banche a una delle quattro categorie O-SII in base al punteggio di rilevanza sistemica ottenuto. Il punteggio è calcolato secondo le linee guida dell'Autorità bancaria europea (EBA/GL/2014/10) per la valutazione degli O-SII, che prevede una serie di indicatori per misurare la rilevanza sistemica dei singoli istituti. Cfr. anche l'[allegato](#) al comunicato stampa del 15 dicembre 2016.

⁷² Per maggiori dettagli, cfr. [Macroprudential Bulletin](#), numero 2, BCE, 2016.

⁷³ Cfr. Henry, J. e Kok, C. (ed.), "A macro stress testing framework for assessing systemic risks in the banking sector", *Occasional Paper Series*, n. 152, BCE, ottobre 2013 e Constâncio, V., "The role of stress testing in supervision and macroprudential policy", intervento alla conferenza della London School of Economics sugli stress test e sulla regolamentazione macroprudenziale, 29 ottobre 2015. Si tratta di un quadro analitico modulare top-down, comprendente modelli e strumenti indipendenti che possono essere combinati per fornire un'analisi di ampio respiro dell'impatto delle tensioni macrofinanziarie.

scenario avverso. La loro entità dipende dalla strategia di adeguamento prescelta: quanto maggiore sarà, all'interno della strategia, il peso dell'emissione di azioni, tanto minori gli effetti macroeconomici indiretti.

Oltre alla risposta endogena del settore bancario alle tensioni, l'esercizio macroprudenziale ha considerato altri due canali attraverso i quali gli effetti indiretti delle tensioni possono ridurre ulteriormente la solvibilità bancaria, ossia l'interconnessione fra banche e gli effetti di propagazione fra settori per il tramite delle partecipazioni azionarie. L'esercizio è giunto alla conclusione che il contagio diretto attraverso i mercati monetari interbancari dovrebbe essere contenuto, mentre la propagazione fra settori dovrebbe incidere soprattutto sugli istituti finanziari non bancari, in particolare i fondi di investimento e i fondi pensione.

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 CERS, incaricato dell'operatività ordinaria del CERS stesso. Il Comitato per la stabilità finanziaria della BCE ha stilato, in collaborazione con il Comitato scientifico consultivo e il Comitato tecnico consultivo del CERS, un rapporto sulle questioni macroprudenziali sollevate dai bassi tassi di interesse e dalle variazioni strutturali nel sistema finanziario dell'UE⁷⁴. Il rapporto esamina i rischi potenziali che il contesto di bassi tassi di interesse presenta per i settori finanziari ed evidenzia le possibili risposte sul piano delle politiche macroprudenziali. Esso non considera soltanto le banche, ma anche altri tipi di istituzioni finanziarie, i mercati finanziari e le infrastrutture di mercato, gli aspetti generali relativi all'intero sistema finanziario e le interazioni con l'economia nel suo complesso.

Mediante l'analisi degli indicatori di squilibrio e l'elaborazione di modelli di sopravvalutazione, la BCE ha inoltre assistito il CERS nella pubblicazione, il 28 novembre 2016, di otto avvertimenti sulle vulnerabilità nei mercati degli immobili residenziali di altrettanti paesi. Tali vulnerabilità erano collegate all'aumento dell'indebitamento delle famiglie e alla capacità di queste ultime di rimborsare i prestiti immobiliari, nonché alla valutazione o alle dinamiche di prezzo degli immobili residenziali. Indipendentemente da questa analisi, occorre proseguire nei lavori volti a colmare le lacune statistiche relative ai mercati immobiliari, come riflesso nella [raccomandazione del CESR](#) contenente definizioni armonizzate da utilizzare nelle iniziative di raccolta di dati sui settori immobiliari sia commerciali sia residenziali.

3.3 La funzione microprudenziale della BCE

Il 2016 è stato il secondo anno completo di operatività della Vigilanza bancaria della BCE. Le attività condotte nell'ambito della vigilanza durante tutto l'anno hanno

⁷⁴ Cfr. il [comunicato stampa](#) del CERS del 28 novembre 2016.

contribuito alla stabilità del sistema bancario europeo e a condizioni di parità concorrenziali per tutte le banche nell'area dell'euro.

La BCE ha affinato il processo di revisione e valutazione prudenziale (Supervisory Review and Evaluation Process, SREP) per i gruppi bancari soggetti alla sua vigilanza diretta pubblicando [aspettative di carattere generale sui processi interni di valutazione dell'adeguatezza del capitale e della liquidità delle banche](#) e una [raccomandazione](#) sulle politiche di distribuzione dei dividendi. Ha inoltre tenuto conto dei chiarimenti ricevuti dalla Commissione europea e dall'Autorità bancaria europea. I requisiti aggiuntivi di capitale a fini prudenziali consistono ora di due elementi: il requisito che le banche sono tenute a soddisfare e mantenere in ogni momento e quello raccomandato. Il mancato rispetto di quest'ultimo non fa scattare automaticamente misure di vigilanza, bensì un'analisi caso per caso ed eventualmente provvedimenti destinati alla singola banca. Nello SREP 2016 le raccomandazioni in materia di patrimonio riflettevano i risultati della prova di stress condotta dall'Autorità bancaria europea. La dotazione complessiva di capitale richiesta è rimasta sostanzialmente stabile e non ha risentito dei cambiamenti della metodologia.

Gli istituti meno significativi (less significant institutions, LSI) sono vigilati dalle autorità nazionali competenti (ANC) sotto la supervisione della BCE. In questa attività la BCE segue un approccio proporzionale e basato sul rischio, integrato dal monitoraggio settoriale volto a rilevare le interconnessioni fra LSI. La BCE e le ANC hanno proseguito nel lavoro di elaborazione di standard comuni per la vigilanza sugli LSI, ad esempio avviando il monitoraggio congiunto dei sistemi di tutela istituzionale⁷⁵ che coprono gli istituti sia significativi (significant institutions, SI) sia meno significativi.

La vigilanza bancaria europea ha ulteriormente armonizzato l'esercizio delle opzioni e delle discrezionalità previste dalla normativa prudenziale europea. Si tratta di un passo importante in direzione di una vigilanza uniforme e di condizioni di parità concorrenziali per gli SI e gli LSI. Il sistema di regolamentazione europeo, tuttavia, rimane in alcuni casi frammentato. In considerazione dell'obiettivo di un'unione bancaria europea, si rende necessaria un'ulteriore armonizzazione.

Alla luce della bassa redditività del settore bancario europeo, la BCE ha esaminato i modelli di business e le determinanti della redditività delle banche e avviato una verifica tematica. Ha inoltre redatto delle linee guida destinate alle banche per aiutarle ad affrontare il problema dei crediti deteriorati, che restano elevati in alcune parti dell'area dell'euro. In giugno la BCE ha pubblicato il documento [Supervisory statement on banks' governance and risk appetite](#), che contiene le aspettative di vigilanza riguardo al governo societario e alla propensione al rischio delle banche. Ha inoltre avviato una verifica mirata dei modelli interni delle banche, passato in rassegna i rischi informatici e preparato delle linee di indirizzo sulle operazioni "a leva" (c.d. "leveraged").

⁷⁵ Accordi di responsabilità contrattuali o statutari che proteggono gli istituti membri assicurando in particolare che dispongano della liquidità e della solvibilità necessarie a evitare all'occorrenza il fallimento.

La Vigilanza bancaria della BCE ha inoltre intensificato la partecipazione ai consessi internazionali diventando membro dell'assemblea plenaria del Financial Stability Board.

Informazioni più dettagliate sulla Vigilanza bancaria della BCE sono disponibili all'interno del [Rapporto annuale della BCE sulle attività di vigilanza per il 2016](#).

3.4 Il contributo della BCE alle attività di regolamentazione

La BCE ha contribuito nel 2016 allo sviluppo della regolamentazione in ambito sia europeo sia internazionale. In questa attività si è posta principalmente l'obiettivo di assicurare che il sistema regolamentare tenga adeguatamente conto delle considerazioni sia macro sia microprudenziali al fine di creare una cornice che favorisca la stabilità dei singoli istituti e del sistema finanziario nel suo complesso. Nel 2016 i principali temi dell'attività di regolamentazione cui ha partecipato la BCE riguardavano: a) l'ultimazione degli standard in materia di capitale e di liquidità per le banche (Basilea 3); b) la revisione dell'assetto della regolamentazione micro e macroprudenziale nell'Unione europea (regolamento e direttiva sui requisiti patrimoniali, CRR/CRD IV); c) la soluzione del problema degli istituti "troppo grandi per fallire"; e d) la creazione di un'unione dei mercati dei capitali (UMC) per l'Unione europea e il rafforzamento del quadro regolamentare per i settori finanziari diversi da quello bancario. In aggiunta, nel 2016 la BCE ha partecipato alla prosecuzione del dibattito sulla costituzione del terzo pilastro dell'unione bancaria, ossia il sistema europeo di assicurazione dei depositi.

3.4.1 Il completamento degli standard in materia di capitale e di liquidità per le banche

Nel 2016 la BCE ha contribuito a una serie di iniziative volte a portare a compimento la risposta data alla crisi finanziaria sul piano della regolamentazione, compresa la revisione approfondita del quadro prudenziale per le banche condotta nell'arco degli ultimi otto anni dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB). Basilea 3 rappresenta un tassello fondamentale delle riforme post-crisi, volto a garantire l'applicazione di standard adeguati e comparabili a livello internazionale, e a fornire allo stesso tempo alle banche il grado di certezza regolamentare necessario a favorire l'adeguamento dei modelli di business al contesto corrente. A questo riguardo, la BCE ha partecipato alla verifica approfondita dell'impiego dei modelli interni nell'ambito del quadro delle regole prudenziali di Basilea, volta a ridurre l'eccessiva variabilità delle attività ponderate per il rischio, che formano la base dei coefficienti patrimoniali. La BCE ha inoltre assistito il CBVB e l'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) nei lavori per ultimare l'indice di leva finanziaria (leverage ratio) come misura supplementare da affiancare ai requisiti patrimoniali basati sul rischio, in particolare per quanto riguarda la calibrazione di un livello minimo appropriato, nonché di un requisito supplementare per le banche di

rilevanza sistemica globale (global systemically important banks, G-SIB) sulla base di una definizione armonizzata internazionalmente. Nel gennaio 2017 il Gruppo dei Governatori e dei Capi della vigilanza (GHOS, secondo l'acronimo inglese), l'organo di sorveglianza del CBVB, ha accolto con favore i progressi compiuti verso il completamento delle riforme regolamentari post-crisi. Al tempo stesso, ha rilevato che occorreva più tempo per ultimare le proposte di riforma prima che il GHOS potesse esaminarle. I lavori in quest'ambito dovrebbero concludersi prossimamente.

3.4.2 La revisione dell'assetto di regolamentazione micro e macroprudenziale nell'Unione europea

Il recepimento nella normativa europea degli standard concordati a livello internazionale, in particolare attraverso la revisione della CRR/CRD IV, ha rappresentato una delle principali sfide per la regolamentazione nel 2016, e continuerà a esserlo negli anni a venire. La revisione della CRR/CRD IV introdurrà nel sistema europeo l'indice di leva finanziaria, una misura patrimoniale supplementare da affiancare ai requisiti basati sul rischio, nonché l'indicatore strutturale (net stable funding ratio), un requisito di liquidità a lungo termine che va a integrare i requisiti già previsti dall'indicatore a breve termine (liquidity coverage ratio). Il nuovo schema regolamentare istituisce inoltre gli appropriati incentivi per le banche e il loro personale, e favorirà quindi una maggiore stabilità dell'offerta di servizi finanziari all'economia reale. L'opera di revisione, che dovrebbe essere ultimata nel 2017, rappresenta una fase importante della riforma della regolamentazione nell'Unione europea.

Un'ulteriore importante iniziativa sul piano regolamentare a cui la BCE ha fornito un contributo rilevante è la revisione dell'assetto europeo in materia di politica macroprudenziale, avviata nel 2016. La BCE caldeggia una revisione approfondita di tale assetto allo scopo di migliorarne l'efficacia; il contributo della BCE alla consultazione indetta in materia dalla Commissione europea è stato pubblicato nel 2016⁷⁶. A questo riguardo è importante che trovi riflesso nell'assetto delle politiche macroprudenziali il nuovo panorama istituzionale, in particolare la creazione del Meccanismo di vigilanza unico (MVU), e che vengano rivisti e chiariti i poteri specifici delle autorità micro e macroprudenziali, snelliti gli accordi di coordinamento fra le autorità, potenziati gli strumenti di politica macroprudenziale e semplificato il loro meccanismo di attivazione, al fine di assicurare che le autorità possano affrontare i rischi sistemici in modo tempestivo ed efficace. Ciò richiederà una revisione approfondita della normativa vigente, poiché l'assetto macroprudenziale delineato dalla CRR/CRD IV e dal Regolamento sul CERS⁷⁷ precede l'istituzione dell'unione bancaria e in particolare dell'MVU.

⁷⁶ Cfr. "ECB contribution to the European Commission's consultation on the review of the EU macroprudential policy framework", BCE, dicembre 2016.

⁷⁷ Regolamento (UE) n. 1092/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico.

3.4.3 La soluzione del problema degli istituti “troppo grandi per fallire”

La revisione del quadro di risanamento e risoluzione delle banche rappresenta un'altra iniziativa fondamentale cui la BCE ha contribuito nel 2016. Essa si prefigge di assicurare che le banche dispongano di una capacità sufficiente e credibile di assorbimento delle perdite e che il costo delle risoluzioni sia sopportato dagli azionisti e dai creditori delle banche, anziché dai contribuenti. Il nuovo concetto di capacità totale di assorbimento delle perdite (total loss-absorbing capacity, TLAC) è già stato concordato a livello internazionale per le G-SIB. Parallelamente, è stato introdotto nell'assetto europeo un requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili (minimum requirement for own funds and eligible liabilities, MREL), applicabile a tutti gli istituti di credito nell'Unione europea, indipendentemente dalle loro dimensioni. Entrambi i requisiti TLAC e MREL migliorano le possibilità di risoluzione delle banche e quindi salvaguardano la stabilità finanziaria evitando l'azzardo morale e il sovraccarico delle finanze pubbliche. Essi si differenziano tuttavia per alcuni aspetti fondamentali, e ciò rischia di creare incongruenze nell'assetto regolamentare nonché di distorcere la concorrenza. Sotto questo aspetto, la revisione in atto della direttiva sul risanamento e sulla risoluzione delle banche e di altri elementi collegati della normativa europea offre l'opportunità di attuare la TLAC in Europa quantomeno per le G-SIB, e di armonizzare ulteriormente l'applicazione dell'MREL nei vari Stati membri dell'UE, assicurando così che gli istituti attivi a livello internazionale siano sottoposti a una serie coerente di norme nelle diverse giurisdizioni.

3.4.4 La regolamentazione finanziaria al di fuori del settore bancario

È importante che anche per le istituzioni finanziarie non bancarie viga un assetto regolamentare adeguato. A questo fine, la BCE ha contribuito al dibattito sul completamento del Mercato unico dei servizi finanziari e dei capitali, che comporterà un ulteriore livellamento delle condizioni concorrenziali fra gli intermediari bancari e non bancari e permetterà di compiere progressi concreti in merito al piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali (UMC). Una maggiore condivisione dei rischi finanziari, la diversificazione, nonché l'aumento della concorrenza fra intermediari bancari e non bancari e fra paesi diversi arrecano benefici economici. I mercati dei capitali possono infatti essere complementi importanti delle banche nel finanziamento dell'economia. Al tempo stesso, andamenti di questo tipo hanno inevitabilmente implicazioni per la stabilità finanziaria e potrebbero creare nuovi rischi.

La BCE nel 2016 ha continuato a sostenere le iniziative volte a imprimere un'accelerazione all'UMC. Un'UMC completa deve risolvere le differenze negli assetti legislativi nazionali ed europeo che sono di ostacolo alle attività transfrontaliere, comprese quelle relative alla normativa fallimentare e alla tassazione. È anche importante stabilire le basi giuridiche per strumenti macroprudenziali che possano essere impiegati al di fuori del settore bancario.

3.4.5 Il sistema europeo di assicurazione dei depositi

La BCE ha continuato a partecipare nel 2016 al dibattito sulla creazione di un sistema europeo di assicurazione dei depositi e sostiene il percorso verso il completamento dell'unione bancaria, inclusa la condivisione dei rischi (comprendente il sistema stesso e un meccanismo di sicurezza (backstop) che possa subentrare a integrazione delle disponibilità del Fondo di risoluzione unico) e le connesse misure di riduzione dei rischi.

A parere della BCE, è importante che questo sistema venga predisposto al più presto e che continuino i progressi nel programma di riduzione dei rischi. Il sistema europeo di assicurazione dei depositi costituirebbe il terzo e ultimo pilastro dell'unione bancaria; la sua istituzione accrescerebbe ulteriormente la stabilità finanziaria e ne migliorerebbe la salvaguardia. L'assicurazione dei depositi costituisce a un tempo uno strumento ex ante, che rafforza la fiducia e previene le corse agli sportelli bancari, e uno strumento ex post, che scherma dalle conseguenze avverse dei singoli fallimenti bancari. Parallelamente, dovrebbero proseguire i progressi nell'attuazione delle restanti riforme, che contribuiranno a ridurre i rischi nel sistema bancario.

Riquadro 8

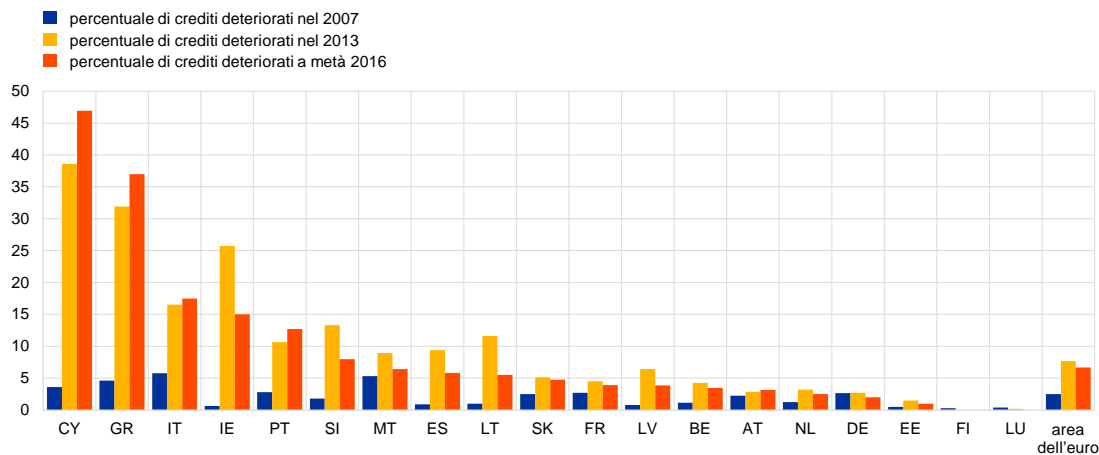
I crediti deteriorati nell'area dell'euro

I paesi dell'area dell'euro hanno risentito di un peggioramento significativo della qualità degli attivi bancari dopo l'inizio della crisi finanziaria. Uno degli indicatori della qualità degli attivi è la quota di crediti deteriorati (non-performing loans, NPL), ossia dei crediti nei confronti di soggetti insolventi o prossimi all'insolvenza, sul totale del portafoglio prestiti di una banca. Dopo aver toccato un minimo del 2,5 per cento a fine 2007, la quota di NPL per l'area dell'euro nel suo complesso ha raggiunto un picco del 7,7 per cento a fine 2013, per poi calare al 6,7 per cento a metà 2016 grazie all'azione concertata di vari paesi (in particolare Irlanda, Slovenia e Spagna) e al lieve miglioramento del contesto macroeconomico (cfr. grafico A). Ciò nonostante, la quota di NPL risulta persistentemente elevata in alcuni paesi, come Cipro (47,0 per cento), Grecia (37,0 per cento), Italia (17,5 per cento) e Portogallo (12,7 per cento). Il deterioramento della qualità degli attivi bancari nell'area dell'euro riguarda principalmente il settore delle imprese, specie quelle di piccole e medie dimensioni (PMI), e il settore degli immobili commerciali.

Grafico A

Le dinamiche della quota di NPL sul totale dei prestiti nell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonte: FMI (Financial Soundness Indicators).

Note: i dati di metà 2016 per la Germania e l'Italia si riferiscono a fine 2015. Vengono usati i dati dell'FMI anziché quelli della BCE poiché consentono un confronto storico dei livelli di NPL.

Negli anni precedenti la crisi finanziaria vari paesi avevano registrato un'elevata crescita del credito e dell'indebitamento del settore privato, spesso accompagnata da un aumento dei prezzi immobiliari, che ha reso ancora più pronunciati gli effetti della crisi. Oltre a queste componenti congiunturali, tuttavia, le alte quote di NPL e la loro persistenza riflettono vari fattori strutturali nei diversi paesi. L'elevato indebitamento del settore societario, la bassa produttività e la scarsa competitività verso l'esterno ostacolano gli investimenti e l'espansione delle imprese, mentre la debolezza delle finanze pubbliche aumenta il premio per il rischio paese. Al contempo, la lentezza delle riforme del mercato del lavoro (volte a ridurre la segmentazione e ad aumentare la flessibilità) e le dinamiche sottotono dei mercati (delle garanzie) immobiliari in alcuni paesi ostacolano la riduzione degli NPL nel segmento al dettaglio. Infine, le lacune dell'assetto giuridico, in particolare le inefficienze della normativa in materia di pignoramenti e insolvenze, insieme alla limitata condivisione dei dati fra creditori e al trattamento fiscale delle perdite da cancellazione di crediti (write-offs), impediscono uno smaltimento efficiente degli NPL.

Un elevato livello di NPL esercita pressioni sugli utili bancari poiché riduce il reddito da interessi e aumenta i costi relativi agli accantonamenti. Al tempo stesso, accresce il fabbisogno di capitale delle banche e consuma le loro risorse amministrative. Gli NPL incidono anche negativamente sui costi della raccolta bancaria, dal momento che l'incertezza riguardo alla qualità degli attivi peggiora il profilo di rischio della banca e comporta quindi maggiori costi di finanziamento. Ciò può innescare un circolo vizioso: le banche non possono infatti risolvere il problema degli NPL se non riescono a raccogliere capitale sufficiente. La bassa redditività e la debole patrimonializzazione delle banche gravate da NPL riducono le opzioni a loro disposizione se si considera che per erogare nuovi prestiti avrebbero bisogno di nuovo capitale. Dal momento che alcune banche dell'area dell'euro operano anche al di fuori dell'area e, in alcuni casi, ricoprono un ruolo importante nei settori bancari esteri, i problemi cui devono far fronte nel paese d'origine possono avere un impatto negativo anche sui settori bancari di altri paesi, e viceversa.

La fragilità dei bilanci bancari potrebbe propagarsi all'economia più in generale laddove le banche con una quota elevata di NPL presentino una crescita più bassa dei prestiti e applichino tassi di

interesse attivi più elevati; una riduzione degli NPL nell'area dell'euro migliorerebbe pertanto la crescita economica⁷⁸. Considerato che la ripresa economica dell'area dell'euro nel 2017 e 2018 dovrebbe essere moderata⁷⁹, e che i livelli del debito pubblico e privato sono ancora elevati, è improbabile che gli NPL diminuiscano significativamente nel medio periodo in assenza di ulteriori provvedimenti. La riduzione degli NPL richiede una strategia di ampio respiro incentrata sulle loro determinanti strutturali⁸⁰. Un'analisi dei dati storici mostra che i paesi che hanno intrapreso simultaneamente azioni tempestive di policy sui fronti delle poste in bilancio e fuori bilancio e che hanno privilegiato le azioni specificamente mirate ai segmenti di portafoglio considerati essere le principali determinanti degli NPL hanno registrato un notevole decremento della quota di NPL (si pensi a Irlanda, Slovenia e Spagna, dove la quota di NPL è scesa di 16,7, 5,3 e 3,3 punti percentuali rispettivamente fra il 2013 e la metà del 2016).

La Vigilanza bancaria della BCE si sta adoperando alacremente per favorire la risoluzione del problema degli NPL. A partire dalla valutazione approfondita del 2014, la BCE ha continuato a sostenere le attività di riduzione degli NPL attraverso il dialogo costante di vigilanza con le banche interessate. Al fine di affrontare in modo risoluto e vigoroso le criticità ancora presenti, la Vigilanza bancaria della BCE: 1) ha passato in rassegna le prassi di vigilanza, nonché quelle legali, giudiziarie ed extra-giudiziarie in vari paesi dell'area dell'euro e 2) ha elaborato una bozza di linee guida in materia di NPL⁸¹, sottoposta a consultazione nel settembre 2016. La pubblicazione della versione definitiva è attesa per la primavera di quest'anno. I gruppi di vigilanza congiunti (Joint Supervisory Team, JST) hanno cominciato a coinvolgere attivamente le banche vigilate in vista dell'applicazione delle linee guida, in base alle quali gli istituti con elevati livelli di NPL dovrebbero fissare degli obiettivi impegnativi e ambiziosi per fronteggiare la consistenza di NPL. Le linee guida promuovono inoltre una maggiore coerenza delle prassi in materia di tolleranza (forbearance), riconoscimento degli NPL e accantonamenti, nonché dell'informativa collegata, allo scopo di accrescere la fiducia del mercato e assicurare condizioni di parità concorrenziale. La risoluzione del problema degli NPL, tuttavia, non può essere lasciata alle sole banche e autorità di vigilanza. Occorre attuare rapidamente provvedimenti di policy volti a rimuovere gli ostacoli strutturali che impediscono alle banche di smaltire gli NPL e di ristrutturare il debito deteriorato. Gli interventi potrebbero mirare a migliorare l'efficienza dei sistemi giudiziari, accrescere l'accesso alle garanzie, creare procedure extra-giudiziarie più rapide e rimuovere i disincentivi fiscali. È inoltre necessario sviluppare i mercati per le attività deteriorate e favorire la cessione dei prestiti in sofferenza agli investitori non bancari. A questo riguardo, occorreranno anche iniziative volte a promuovere lo sviluppo di un settore specializzato nella gestione (servicing) degli NPL, a migliorare la qualità e l'accesso ai dati e a eliminare gli impedimenti fiscali e legali alla ristrutturazione del debito.

⁷⁸ La stima effettuata da Balgova, M., Nies, M. e Plekhanov, A. in "The economic impact of reducing non-performing loans", *Working Paper* n. 193, Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo, ottobre 2016, indica che la riduzione degli NPL potrebbe far aumentare la crescita del PIL in misura pari fino a due punti percentuali l'anno. La stima si riferisce a un campione internazionale di 100 paesi. A risultati analoghi per l'area dell'euro giungono i seguenti studi: [Global Financial Stability Report](#), Fondo monetario internazionale, ottobre 2016; [Euro area policies: selected issues – Country Report n. 15/205](#), Fondo monetario internazionale, luglio 2015; e [Unlocking lending in Europe](#), Banca europea per gli investimenti, ottobre 2014, riquadro 5.

⁷⁹ Cfr. [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2016](#), BCE, 2016.

⁸⁰ Cfr. Fell, J., Grodzicki, M., Martin, R. e O'Brien, E., "Addressing market failures in the resolution of non-performing loans in the euro area", *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2016, monografia B, per una descrizione più dettagliata delle determinanti strutturali degli NPL.

⁸¹ Cfr. [Draft guidance to banks on non-performing loans](#), Vigilanza bancaria della BCE, settembre 2016.

Altri compiti e attività

1 Infrastrutture di mercato e pagamenti

Il settore finanziario, con la sua infrastruttura di mercato sottostante, deve adeguarsi ai rapidi cambiamenti e innovazioni della tecnologia che stanno attualmente influenzando tutti gli aspetti delle nostre vite. Ma, laddove la digitalizzazione, la globalizzazione e la maggiore interconnessione hanno aperto nuove opportunità per individui e imprese per acquisire informazioni, concludere transazioni e comunicare, l'aumento degli utenti e dei dati nelle piattaforme digitali, nel "cloud computing" e nelle diverse reti ha anche accresciuto il numero di potenziali canali per attacchi informatici. Il crimine informatico rappresenta una minaccia non solo per i singoli operatori di mercato, ma anche per l'intera rete operativa e, proprio per questo, la capacità di resistere agli attacchi informatici è stato un importante tema di riflessione per la BCE e l'Eurosistema nel 2016 in ambito di infrastrutture di mercato e sistemi di pagamento.

L'Eurosistema ha altresì esaminato il futuro sviluppo strategico della sua infrastruttura di mercato. Sta analizzando come rendere più efficiente la gestione della liquidità in ambito di pagamenti, regolamento delle transazioni in titoli e gestione delle garanzie dell'Eurosistema. In stretta collaborazione con gli operatori di mercato, sta approfondendo come soddisfare le nuove esigenze degli utenti e come utilizzare l'innovazione tecnologica per rimanere all'avanguardia rispetto all'evoluzione dei rischi, come ad esempio le minacce informatiche.

Nel delineare il futuro della sua infrastruttura di mercato, sicurezza ed efficienza rimangono la massima priorità per l'Eurosistema. Il regolare funzionamento della sua infrastruttura di mercato è essenziale per mantenere la fiducia nell'euro e per sostenere le operazioni di politica monetaria. Svolge inoltre un ruolo centrale nell'assicurare la stabilità del sistema finanziario europeo e nello stimolare l'attività economica.

1.1 Consolidamento di Target2 e T2S

Target2, il sistema di regolamento lordo dell'Eurosistema per le operazioni di pagamento in euro, ha trattato un valore medio giornaliero di 1.700 miliardi di euro nel 2016. Per quantificare l'entità di tale dato, si pensi che Target2 tratta un volume paragonabile al PIL annuale dell'area dell'euro ogni sei giorni.

Target2-Securities (**T2S**) è stato avviato nel giugno 2015, rafforzando l'integrazione dell'infrastruttura di mercato europea per il regolamento delle transazioni in titoli, caratterizzata da un'alta frammentazione. La piattaforma è un pilastro del progetto della Commissione europea di costruire un'unione dei mercati di capitali e ha dato luogo a un ampio [programma di armonizzazione delle procedure di post-trade](#).

Con le due finestre di migrazione, avvenute con successo a marzo e a settembre 2016, il numero di sistemi di deposito accentrato (SDA) che operano sulla piattaforma T2S è passato da 5 a 12⁸² e il volume trattato è aumentato a circa il 50 per cento del volume totale atteso per quando i nove SDA partecipanti rimanenti saranno connessi alla piattaforma. Si prevede che, una volta completata la migrazione nel 2017, T2S tratterà in media oltre 550.000 transazioni al giorno.

A livello funzionale, [Target2](#) e [T2S](#) sono incentrati su un'efficiente gestione della liquidità in ambito di pagamenti, regolamento delle transazioni in titoli e gestione delle garanzie. Tuttavia, essendo stati sviluppati in periodi diversi, i due sistemi operano su piattaforme separate e utilizzano soluzioni e ambienti tecnici diversi. È quindi logico cercare di individuare sinergie tra i due sistemi: modernizzare Target2, ottimizzare le possibilità già disponibili in T2S e consolidare le componenti tecniche e funzionali dei servizi offerti da Target2 e T2S sono gli obiettivi principali. Inoltre, il consolidamento rappresenta un'opportunità per migliorare ulteriormente la resilienza agli attacchi informatici, potenziare i servizi offerti agli utenti e creare un singolo canale di accesso. L'attività di analisi in questa direzione proseguirà per tutto il 2017.

1.2 I servizi di regolamento a supporto dei pagamenti instant

Per l'Eurosistema, la maggiore sfida posta dalla digitalizzazione dell'industria dei pagamenti è assicurare che l'introduzione di prodotti e servizi di pagamento innovativi non favorisca nuovamente la frammentazione nel mercato europeo.

Nel 2016 i pagamenti instant, ossia i pagamenti con disponibilità immediata dei fondi a favore del beneficiario, sono stati probabilmente il tema più discusso nel settore dei pagamenti al dettaglio. Lo schema di pagamenti instant presentato nel novembre 2016 consente agli utenti finali di vagliare soluzioni di pagamento instant. Entro novembre 2017 l'infrastruttura europea dei mercati finanziari mira a essere pronta a trattare pagamenti instant su scala paneuropea.

L'Eurosistema supporterà il regolamento tra infrastrutture di pagamento al dettaglio, che offrono servizi di compensazione per i pagamenti instant paneuropei in euro, proponendo alle stanze di compensazione automatizzate (automated clearing houses, ACH) una funzionalità di Target2 potenziata, nonché promuovendo il dialogo e l'interoperabilità tra ACH.

Inoltre, l'Eurosistema, nel contesto del suo lavoro di analisi sul futuro della propria infrastruttura di mercato, sta esaminando la possibilità di sviluppare un [servizio Target di regolamento dei pagamenti instant](#) in tempo reale con regolamento in moneta di banca centrale disponibile in qualsiasi momento dell'anno.

⁸² Nel giugno 2015 quattro SDA, di Grecia, Malta, Romania e Svizzera si sono connessi alla piattaforma. L'SDA italiano si è connesso nell'agosto 2015. Nel marzo e nel settembre 2016 si sono aggiunti altri sette SDA, di Portogallo, Belgio (due SDA), Francia, Paesi Bassi, Lussemburgo e Danimarca.

1.3 La futura infrastruttura di mercato dell'Eurosistema e la “distributed ledger technology”

Nell'ambito delle sue riflessioni strategiche sul futuro dell'infrastruttura di mercato dell'Eurosistema, la BCE ha considerato diversi modelli di [distributed ledger technology \(DLT\)](#) attualmente in fase di sviluppo. Per comprendere meglio il possibile impatto della DLT sull'infrastruttura di mercato, si veda la [monografia](#) sul sito Internet della BCE.

1.4 Un'infrastruttura del mercato finanziario sicura

L'Eurosistema promuove la sicurezza e l'efficienza delle infrastrutture dei mercati finanziari (IMF) grazie al suo ruolo di supervisione e, ove necessario, promuovendo cambiamenti. Nel luglio del 2016 la BCE ha pubblicato una versione aggiornata dello [Eurosysteem oversight policy framework](#) che riflettesse l'evoluzione regolamentare e altri sviluppi avvenuti negli ultimi anni che hanno influenzato la funzione di supervisione dell'Eurosistema. La BCE è il supervisore di competenza di tre sistemi di pagamento di importanza sistemica (systemically important payment systems, SIPS): Target2, Euro1 e Step2. Nel 2016, insieme con le banche centrali nazionali (BCN) dell'area dell'euro, la BCE ha concluso una valutazione complessiva di questi SIPS a fronte dei requisiti di supervisione del Regolamento SIPS⁸³. La BCE ha inoltre ampliato le sue attività di supervisione per quanto attiene a T2S, in linea con la migrazione di SDA, nel corso del 2016, alla piattaforma unica di regolamento.

Inoltre, la BCE ha pubblicato un [rapporto](#) su un'operazione di comunicazione in situazione di crisi per le IMF che operano nell'area dell'euro, organizzato dalle autorità di sorveglianza dell'Eurosistema. Tale operazione, che ha interessato l'intero mercato, è stata concepita per valutare la prontezza dell'Eurosistema nell'affrontare in modo efficace le proprie responsabilità operative e di sorveglianza durante situazioni di crisi e per garantire l'efficacia delle procedure di gestione delle crisi adottate dai vari stakeholder per eventi con ripercussioni transfrontaliere. Più in generale, la BCE collabora con altre banche centrali, autorità di regolamentazione e altre autorità per rafforzare la resilienza del settore finanziario nel suo complesso di fronte ad [attacchi informatici](#) e ha contribuito alle linee guida internazionali proprio in questo ambito⁸⁴ pubblicate nel 2016.

Con riferimento alle controparti centrali (CCP), la BCE ha contribuito alle iniziative internazionali, sotto l'egida degli [organismi di definizione degli standard competenti del G20](#), per completare la riforma globale dei mercati di derivati.

La BCE ha continuato a partecipare ad accordi di collaborazione a livello mondiale e di Unione europea per alcune IMF come banca centrale di emissione. In questo contesto, la BCE ha contribuito ai lavori già in corso dei collegi delle autorità di

⁸³ Regolamento della Banca centrale europea (UE) n. 795/2014, del 3 luglio 2014, sui requisiti di sorveglianza per i sistemi di pagamento di importanza sistemica (BCE/2014/28).

⁸⁴ [Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures](#), Comitato per i pagamenti e le infrastrutture di mercato-International Organization of Securities Commissions, giugno 2016.

supervisione per le CCP istituite ai sensi del Regolamento europeo sulle infrastrutture di mercato (European Market Infrastructure Regulation, EMIR). Da questo stesso punto di vista, la BCE, unitamente alle BCN dell'area dell'euro, ha condotto lavori preparatori sulla futura autorizzazione degli SDA conformemente al Regolamento SDA.

2 Servizi finanziari forniti ad altre istituzioni

2.1 La gestione delle operazioni di assunzione e concessione 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 \(Medium-Term Financial Assistance facility, MTFA\)](#)⁸⁵ e del [Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria \(European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM\)](#)⁸⁶. Nel 2016 la BCE ha curato il pagamento degli interessi sui prestiti erogati in base al quadro dell'MTFA. Al 31 dicembre 2016 l'importo totale in essere nell'ambito di tale meccanismo ammontava a 4,2 miliardi di euro. Nel 2016 la BCE ha altresì curato vari versamenti e pagamenti degli interessi in relazione ai prestiti erogati nel quadro dell'EFSM. Al 31 dicembre 2016 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 di stabilità finanziaria ([European Financial Stability Facility, EFSF](#))⁸⁷ e del [Meccanismo europeo di stabilità \(European Stability Mechanism, ESM\)](#)⁸⁸. Nel 2016 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.

⁸⁵ 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 SEBC, nonché dell'articolo 9 del Regolamento (CE) n. 332/2002 del Consiglio, del 18 febbraio 2002.

⁸⁶ 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.

⁸⁷ 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).

⁸⁸ 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).

Infine, la BCE è responsabile del trattamento di tutti i pagamenti relativi all'accordo di prestito a favore della Grecia⁸⁹. Al 31 dicembre 2016 l'importo totale in essere nell'ambito di tale accordo ammontava a 52,9 miliardi di euro.

2.2 I servizi di gestione delle riserve offerti dall'Eurosistema

Nel 2016 è proseguita l'offerta di un'ampia gamma di servizi finanziari in applicazione del quadro di riferimento per i servizi di gestione delle riserve forniti dall'Eurosistema (Eurosystem Reserve Management Services, ERMS), istituito nel 2005, per la gestione delle riserve denominate in euro dei clienti. Singole banche centrali nazionali dell'Eurosistema (Eurosystem service providers) offrono l'intera gamma di 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 286 nel 2016, a fronte di 285 nel 2015. Con riferimento ai servizi stessi, nel corso del 2016 le attività totali aggregate (incluse attività liquide e titoli) gestite nell'ambito dell'ERMS sono aumentate di circa l'8 per cento rispetto a fine 2015.

3 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.

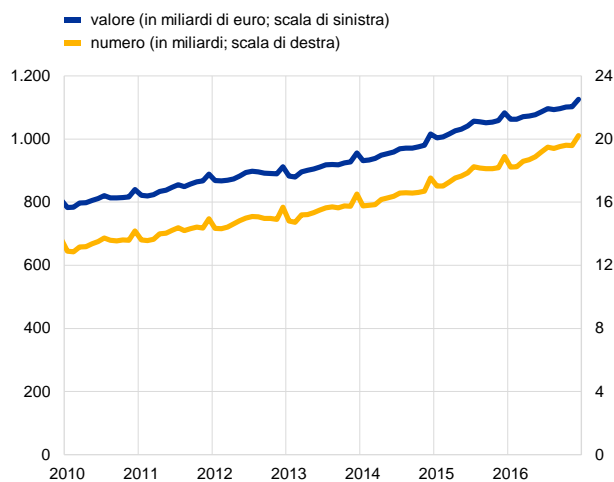
3.1 La circolazione delle banconote e delle monete

Nel 2016 il volume e il valore delle **banconote in euro in circolazione** sono aumentati rispettivamente di circa il 7,0 e il 3,9 per cento. Alla fine dell'anno i biglietti in circolazione erano 20,2 miliardi, per un valore complessivo di 1.126 miliardi di euro (cfr. i grafici 32 e 33). I tagli da 100 e 200 euro hanno mostrato l'incremento più consistente, raggiungendo rispettivamente il 13,4 e il 12,9 per cento. Le banconote da 50 euro hanno registrato ancora una crescita dinamica, al 9,9 per cento, benché lievemente inferiore rispetto all'anno precedente.

⁸⁹ 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 di Germania) 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.

Grafico 32

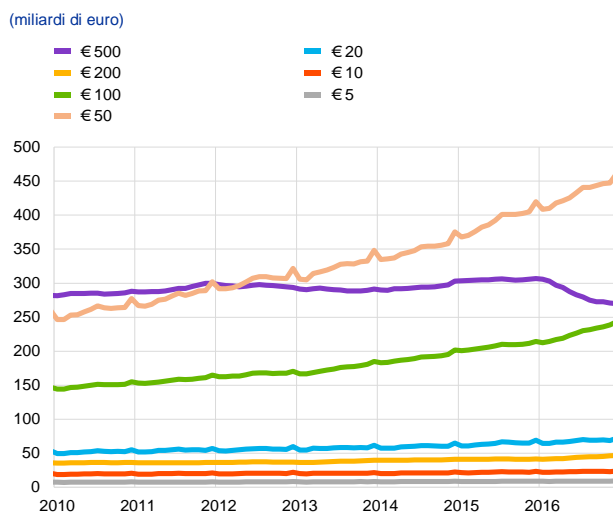
Numero e valore delle banconote in euro in circolazione



Fonte: BCE.

Grafico 33

Valore delle banconote in euro in circolazione per taglio



Fonte: BCE.

A seguito di un riesame della scala dei tagli della seconda serie di banconote in euro, nota come serie Europa, il Consiglio direttivo ha deciso di porre fine alla produzione della banconota da 500 euro, escludendo questo taglio dalla serie Europa. La decisione tiene conto dei timori circa la possibilità che tale banconota possa agevolare lo svolgimento di attività illecite. L'emissione delle banconote da 500 euro cesserà intorno alla fine del 2018, in prossimità della prevista introduzione dei biglietti da 100 e 200 euro della serie Europa. Gli altri tagli, da 5 a 200 euro, saranno mantenuti. La produzione di banconote in euro è ripartita tra le BCN dell'area, alle quali nel 2016 è stato assegnato un volume complessivo di 6,22 miliardi di biglietti.

In considerazione del ruolo dell'euro sulla scena internazionale e dell'ampia fiducia di cui godono le banconote in euro, il biglietto da 500 euro continuerà ad avere corso legale e quindi potrà essere utilizzato come mezzo di pagamento e riserva di valore. Il biglietto da 500 euro, come gli altri tagli di banconote in euro, manterrà sempre il suo valore e potrà essere cambiato a tempo indeterminato presso le BCN dell'area.

A seguito della decisione di interrompere l'emissione di banconote da 500 euro, la circolazione di questo taglio nel 2016 è diminuita. Questo calo è stato in parte compensato da una maggiore domanda di biglietti da 200, 100 e 50 euro.

Trattamento delle banconote in 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, principalmente nei paesi confinanti. Si tratta soprattutto dei tagli maggiori, che sono utilizzati come riserva di valore e per il regolamento delle transazioni sui mercati internazionali.

Nel 2016 il numero totale di monete in euro in circolazione è aumentato del 4,2 per cento, raggiungendo 121 miliardi a fine anno. Il valore delle monete in circolazione è stato pari a 26,9 miliardi di euro a fine 2016, con un incremento del 3,6 per cento rispetto alla fine del 2015.

Nel 2016 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 5,4 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 per verificare l'autenticità e idoneità delle banconote in euro prima di rimetterle in circolazione. Nel 2016 le istituzioni creditizie e gli altri gestori professionali di contante hanno controllato l'autenticità e l'idoneità di circa 33 miliardi di banconote in euro utilizzando tali macchinari.

3.2 Una nuova banconota da 50 euro

Una nuova banconota da 50 euro



Il 5 luglio 2016 è stato presentato il nuovo biglietto da 50 euro, che inizierà a circolare 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 [serie Europa](#) a essere introdotto. Il nuovo biglietto presenta caratteristiche di sicurezza più avanzate, fra cui il "numero verde smeraldo", che produce l'effetto di una luce che si sposta in senso verticale quando la banconota viene inclinata cambiando inoltre colore, e una "finestra", 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.

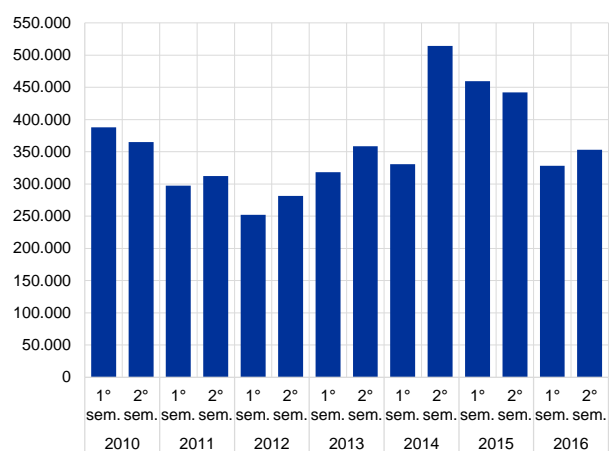
In vista dell'introduzione del nuovo biglietto da 50 euro, la BCE e le BCN dell'area dell'euro hanno condotto una campagna di informazione sulla nuova banconota e

sulle sue caratteristiche sia per il pubblico sia per i gestori professionali di contante. L'Eurosistema inoltre ha adottato diverse iniziative volte a sostenere gli operatori del settore delle apparecchiature per il trattamento delle banconote nella preparazione al lancio del nuovo biglietto.

3.3 Contraffazione delle banconote in euro

Grafico 34

Numero di banconote in euro contraffatte ritirate dalla circolazione



Fonte: BCE.

Nel 2016 il numero totale di banconote in euro contraffatte è diminuito, con circa 685.000 falsi ritirati dalla circolazione. Rispetto al numero di biglietti autentici in circolazione, la quota di falsi è molto contenuta. Il grafico 34 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 2016 hanno rappresentato congiuntamente circa l'80 per cento di tutti i falsi sequestrati. La quota di biglietti falsi da 20 euro è diminuita nel 2016.

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, sia all'interno sia all'esterno dell'UE, e viene divulgato materiale 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.

4 Statistiche

La BCE, assistita dalle BCN, sviluppa, raccoglie, redige e pubblica un ampio insieme di statistiche che sono di supporto per la politica monetaria dell'area dell'euro, le funzioni di vigilanza della BCE, vari altri compiti del SEBC, nonché per le 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 2016 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 disaggregati a livello di singolo paese, settore e

strumento. Tali richieste hanno reso necessario “andare oltre gli aggregati”, un tema a cui la BCE ha dedicato l’ottava conferenza di statistica nel luglio 2016⁹⁰.

4.1 Statistiche nuove e più esaustive

Dal luglio 2016 la BCE ha iniziato a raccogliere giornalmente dalle principali banche dell’area dati sulle singole transazioni nel mercato monetario in euro, coprendo i principali segmenti di mercato (i segmenti garantito, non garantito, degli swap in valuta e degli swap sul tasso overnight), con circa 45.000 dati sulle operazioni ogni giorno. Tali informazioni agevoleranno diverse funzioni di politica monetaria e consentiranno la pubblicazione di nuove statistiche.

Sono state raccolte nuove statistiche più esaustive sulle imprese di assicurazione in virtù del Regolamento BCE/2014/50 (e ai sensi della direttiva Solvency II) per il primo e il secondo trimestre del 2016. Questi dati sono il risultato di una collaborazione pluriennale tra la BCE e l’Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority) e tra le BCN e le autorità nazionali competenti volta a ridurre al minimo l’onere di segnalazione imposto agli operatori. I dati vengono valutati e aggregati in vista della pubblicazione prevista nel 2017.

Nell’aprile 2016 la posizione patrimoniale sull’estero dell’area dell’euro ha incluso per la prima volta una completa riconciliazione stock-flussi, e i conti trimestrali dell’area hanno riportato i dati “who-to-whom” (da chi a chi) sui titoli oltre che su depositi e prestiti.

Nel settembre 2016 la BCE ha avviato la pubblicazione mensile degli schemi di riferimento per le riserve internazionali e le attività liquide in valuta della BCE e dell’Eurosistema con un ritardo di 15 giorni, anticipandone la pubblicazione di 15 giorni di calendario.

Nel novembre 2016 la BCE ha avviato la pubblicazione di ulteriori e più dettagliati dati trimestrali sullo stato di salute finanziaria degli enti creditizi significativi vigilati direttamente dalla BCE, rendendo disponibili alcune statistiche per i singoli paesi e comparti. Ciò migliorerà la trasparenza circa la qualità dell’attivo delle banche e rafforzerà la disciplina di mercato.

Nel dicembre 2016 la BCE ha pubblicato i risultati della seconda edizione dell’indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie (Household Finance and Consumption Survey), che ha interessato più di 84.000 famiglie nell’area dell’euro (salvo la Lituania), oltre che in Ungheria e Polonia (cfr. anche la sezione 5 del capitolo 2). L’analisi dei risultati dell’indagine consentirà di comprendere meglio come l’eterogeneità microeconomica influisce sugli andamenti macroeconomici.

⁹⁰ Per ulteriori informazioni cfr. il [sito Internet della BCE](#).

4.2 Altri sviluppi in ambito statistico

Il SEBC ha continuato a sviluppare basi di microdati nuove o sensibilmente migliorate come fonte primaria per le proprie statistiche. Le informazioni granulari, pur comportando un maggiore onere per la funzione statistica del SEBC in termini di elaborazione dei dati e garanzia di qualità, hanno il vantaggio potenziale di ridurre l'onere di segnalazione a carico dei soggetti segnalanti. Inoltre, possono adattarsi con flessibilità ed elasticità alle esigenze degli utenti e accrescere la qualità e la coerenza interna dei dati raccolti.

Le informazioni contenute nel Centralised Securities Database sono state ampliate per agevolare, fra l'altro, la gestione delle garanzie.

Nel maggio 2016 la BCE ha emanato il nuovo regolamento statistico (BCE/2016/13) con cui è stato istituito un archivio di dati granulari che include informazioni armonizzate sul credito e sul rischio di credito per l'Eurosistema. Il set di dati AnaCredit fornirà mensilmente, a partire dalla fine del 2018, informazioni sui singoli prestiti concessi dalle banche dell'area e dalle loro filiali estere a società e ad altre entità giuridiche indicate nel Regolamento (non sono comprese le persone fisiche). Contestualmente, verrà ampliata la capacità del Register of Institutions and Affiliates Database (RIAD) del SEBC per includere le informazioni necessarie sulle società non finanziarie.

Nell'agosto 2016 la BCE ha modificato il regolamento e l'indirizzo relativi alle statistiche sulle disponibilità in titoli al fine di acquisire dai gruppi bancari ulteriori caratteristiche in materia di dati contabili e rischi di credito. In aggiunta, l'elenco dei gruppi bancari segnalanti sarà ampliato fino a integrare tutti i gruppi significativi posti sotto la vigilanza diretta della BCE. Inoltre, l'indirizzo così modificato costituisce un quadro di riferimento nella gestione della qualità delle informazioni per valutare e garantire la qualità dei dati diffusi.

Il SEBC attribuisce grande importanza alla qualità delle proprie statistiche, ma cerca di ridurre al minimo gli oneri di segnalazione. A tale riguardo, l'integrazione dei requisiti statistici e di vigilanza è essenziale per snellire l'intero processo di segnalazione delle banche alle autorità nazionali ed europee. Le tre principali iniziative in questo campo riguardano: a) la formulazione del Banks' Integrated Reporting Dictionary (BIRD) in collaborazione con gli operatori per la definizione delle regole comuni che le banche sono tenute ad applicare nelle segnalazioni alle autorità⁹¹; b) l'adozione di un Single Data Dictionary ad uso dell'Eurosistema e dell'MVU; c) l'istituzione di un singolo quadro armonizzato, lo European Reporting Framework, per le banche.

Nell'ottobre 2016 la BCE ha deciso di migliorare ulteriormente la trasparenza della valutazione d'impatto effettuata per i nuovi regolamenti sulle statistiche europee, tramite lo svolgimento, ove ritenuto necessario, di una consultazione pubblica a

⁹¹ Per ulteriori informazioni, cfr. <http://banks-integrated-reporting-dictionary.eu/>

integrazione della procedura basata sull'analisi di meriti e costi condotta a partire dal 2000.

Nel novembre 2016 la Commissione europea e la BCE hanno sottoscritto un protocollo d'intesa tra l'Eurostat e la Direzione Generale Statistiche della BCE sulla garanzia di qualità delle statistiche su cui si fonda la procedura per gli squilibri macroeconomici.

Nel 2016 inoltre la BCE ha continuato a rendere le proprie statistiche più accessibili e facilmente usufruibili, ad esempio introducendo una nuova funzione di ricerca nello Statistical Data Warehouse, grafici dinamici, una versione aggiornata dell'applicazione ECBstatsApp e nuovi video illustrativi nel sito Internet "Le nostre statistiche" della BCE.

5 La ricerca economica

La produzione di ricerca scientifica di alta qualità fornisce basi solide e rigorose all'analisi delle politiche della BCE e offre pertanto un importante contributo al raggiungimento degli obiettivi di tali politiche. Nel corso del 2016, la ricerca economica presso la BCE ha fornito nuove prospettive in molteplici ambiti con priorità analitiche impegnative e mutevoli. Per di più, le attività di tre reti di ricerca hanno alimentato un'intensa collaborazione tra i vari ricercatori del SEBC⁹².

5.1 Priorità e nuclei di ricerca della BCE

La ricerca condotta presso la BCE è organizzata attorno a sette gruppi di ricerca che comprendono un'ampia gamma di argomenti economici e finanziari (cfr. figura 1). Questi gruppi consentono di coordinare l'attività di ricerca della banca tra più aree di interesse. Inoltre, per sfruttare al meglio il nutrito gruppo di ricercatori di talento presenti nella BCE, i gruppi cooperano tra loro su argomenti di interesse comune. Nel 2016, i gruppi di ricerca della BCE si sono focalizzati su quattro principali priorità di ricerca (cfr. figura 2), sviluppando conoscenze correlate alla trasmissione della politica monetaria, ai fattori alla base della bassa inflazione e al funzionamento dei nuovi assetti istituzionali dell'UEM. Al di fuori di tali aree principali, la ricerca ha focalizzato la propria attenzione sulle modeste prestazioni di crescita dell'area dell'euro, sul contesto economico globale, sulle politiche bancarie e microprudenziali nonché sullo sviluppo e il raffinamento dei modelli. Quest'ultima attività si è concentrata sullo sviluppo di modelli più aggiornati, sia nazionali sia estesi a tutta l'area dell'euro, con l'intenzione di mettere a fuoco con più precisione le interazioni tra i settori finanziari e quelli reali dell'economia.

⁹² 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](#).

Figura 1

Gruppi di ricerca presso la BCE



Figura 2

Priorità di ricerca per l'anno 2016

<p>1. Politica monetaria non convenzionale</p> <p>Acquisti di attività e operazioni di rifinanziamento</p> <p>Tassi di interesse prossimi al limite inferiore effettivo</p> <p>Aggiustamento durevole dell'inflazione</p>	<p>2. L'inflazione in un ambiente in evoluzione</p> <p>Rischio di disancoraggio delle aspettative di inflazione</p> <p>Determinanti della bassa inflazione a livello nazionale e globale</p>
<p>3. Il nuovo quadro macroprudenziale</p> <p>Efficacia di politiche alternative</p> <p>Regolamentazione in materia di capitale e liquidità</p>	<p>4. Approfondimento dell'UEM e convergenza</p> <p>Governance dell'UEM e politica di bilancio</p> <p>Competitività e convergenza</p>

5.2 Le reti di ricerca dell'Eurosistema/SEBC

Nel corso del 2016, le reti di ricerca dell'Eurosistema/SEBC hanno fatto notevoli progressi e tre le reti hanno fornito importanti indicazioni sul funzionamento dell'UE e delle economie dell'area dell'euro.

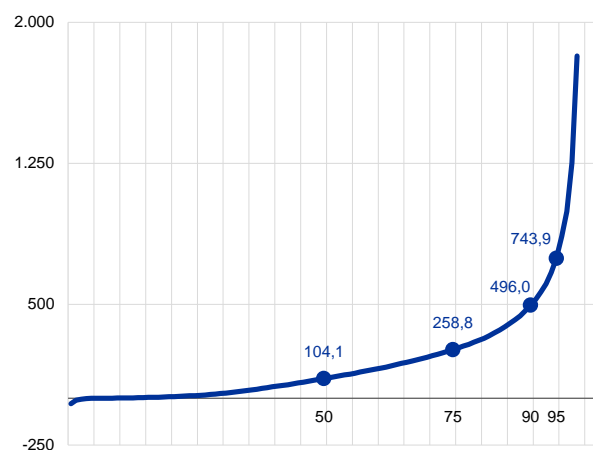
La rete Wage Dynamics Network (WDN) ha completato la terza edizione della sua indagine, mirata a valutare la reazione delle imprese dell'UE ai diversi shock e alle riforme strutturali che si sono verificati nel periodo 2010-2013. L'indagine coinvolge oltre 25.000 aziende di 25 paesi dell'UE e restituisce una serie di dati completamente armonizzata che consente un'analisi rigorosa sulle differenze tra i vari paesi. Nel corso dell'anno la rete ha pubblicato rapporti a livello di paese su alcuni risultati chiave, nonché un articolo sul Bollettino economico della BCE che evidenzia nuove ampie conoscenze sull'adeguamento salariale. Uno dei concetti chiave evidenziati in questo lavoro è che la frequenza delle variazioni salariali nei paesi dell'UE è stata minore durante il periodo 2010-2013 rispetto al periodo precedente la crisi (2002-2007) e che tale fenomeno sembra almeno parzialmente attribuibile alla flessibilità delle aziende con salari inferiori, sebbene tale capacità di

adattamento si sia rivelata più bassa nei paesi soggetti a programmi di aggiustamento macroeconomico.

Figura 35

La distribuzione della ricchezza nelle famiglie dell'area dell'euro

(asse delle y: migliaia di euro; asse delle x: percentili di ricchezza netta)



Fonte: indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie.

La rete Household Finance and Consumption Network coordina la produzione dell'indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie (Household Finance and Consumption Survey) e analizza i dati risultanti con l'obiettivo ultimo di comprendere come le differenze tra consumatori possano spiegare gli andamenti economici aggregati. Nel 2016 questa rete ha redatto un rapporto sui risultati della seconda edizione dell'indagine che ha coinvolto più di 84.000 famiglie in 20 paesi. Al centro dell'interesse dell'indagine è stata la ricchezza delle famiglie e la sua distribuzione (cfr. grafico 35). La famiglia mediana detiene una ricchezza netta di 104.100 euro; il 75° percentile della distribuzione è 258.800 euro, il 90° 496.000 e il 95° 743.900. La rete ha condotto ricerche su diverse aree di ampio respiro, tra cui le determinanti del consumo, lo studio della fragilità finanziaria delle famiglie per la valutazione degli strumenti macroprudenziali, gli effetti distributivi dei prezzi delle attività e della politica monetaria⁹³, la

misurazione della distribuzione della ricchezza tra le famiglie e la risposta della spesa dei consumatori alle politiche fiscali.

Nel corso del 2016, la rete di ricerca sulla competitività (Competitiveness Research Network) ha continuato a operare da polo per i ricercatori del SEBC nell'area dell'analisi della competitività e della produttività. Le conclusioni della ricerca sono risultate particolarmente ampie riguardo al commercio internazionale, alla trasmissione internazionale degli shock economici e all'efficienza dell'allocazione delle risorse nell'UE. La raccolta e la pubblicazione della quinta serie annuale di dati a livello aziendale nell'UE ha rappresentato uno dei risultati più importanti della rete nel 2016. La base dati è costituita da un esauriente insieme di indicatori correlati alla produttività, unica in termini di confronto tra paesi e completezza dei dati. Forte di questi nuovi dati, la ricerca ha consentito una conoscenza approfondita della correlazione tra aumento della produttività e creazione di occupazione nell'area dell'euro.

5.3 Conferenze e pubblicazioni

Negli ultimi anni, con la crescita del numero e della complessità delle problematiche di rilievo per la BCE, i progetti di ricerca innovativi e il dialogo con il mondo accademico hanno acquisito importanza sempre maggiore. In quest'ottica, nel 2016 la BCE ha organizzato numerosi eventi dedicati alla ricerca di alto livello che hanno

⁹³ Cfr. anche il Riquadro 5 nella sezione 2.1 del capitolo 1.

focalizzato l'attenzione su alcune delle problematiche più urgenti per le banche centrali. Due importanti eventi dell'anno sono stati l'ECB Forum on Central Banking a Sintra e la prima edizione della ECB Annual Research Conference. Tra le altre conferenze di rilievo si ricordano l'International Monetary Policy Research Forum, la nona edizione dell'ECB Workshop on Forecasting Techniques e la dodicesima edizione della Competitiveness Research Network Conference.

Molte attività di ricerca della BCE hanno dato luogo alla pubblicazione di articoli: in totale, nel corso del 2016, sono stati pubblicati nella Working Paper Series della BCE 115 articoli. A questi si aggiungono 73 articoli cui gli esperti della BCE hanno contribuito come autori o coautori, pubblicati su riviste con sistema di referaggio. Questo insieme di lavori di ricerca di alto livello ha inoltre fornito le basi per una diffusione più ampia e generalizzata dei risultati, ad esempio tramite il Research Bulletin della BCE.

6 Attività e obblighi giuridici

Nel 2016 la BCE ha partecipato a diversi procedimenti giudiziari a livello dell'UE. La Banca ha inoltre formulato numerosi pareri in risposta alla previsione del Trattato che richiede la consultazione della BCE in merito a qualsiasi 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. Infine, la BCE ha adottato una serie di atti e strumenti giuridici in relazione ai propri compiti di vigilanza.

6.1 Partecipazione della BCE a procedimenti giudiziari a livello dell'UE

Nel settembre 2016 la Corte di giustizia dell'Unione europea si è pronunciata in appello in due serie di cause, promosse da alcuni depositanti delle banche cipriote sottoposte a misure di risoluzione nel 2013. I ricorrenti ritenevano tali misure un'imposizione della BCE e della Commissione europea, richiamando la partecipazione delle due istituzioni alle riunioni dell'Eurogruppo nonché il ruolo da esse svolto nei negoziati sul protocollo di intesa con Cipro e nella sua adozione.

Nella prima serie di cause⁹⁴, i ricorrenti chiedevano l'annullamento della dichiarazione dell'Eurogruppo del 25 marzo 2013, riguardante il programma di assistenza finanziaria a favore di Cipro e in particolare la ristrutturazione del settore bancario nazionale. La Corte di giustizia ha confermato il giudizio del Tribunale dell'UE, secondo cui la contestata dichiarazione dell'Eurogruppo non poteva essere ritenuta una decisione comune della Commissione e della BCE. La Corte ha inoltre osservato che l'adozione da parte delle autorità cipriote degli atti di legge necessari alla ristrutturazione delle banche non poteva essere considerata imposta dalla presunta decisione comune della Commissione e della BCE, che avrebbe trovato

⁹⁴ Cause riunite da C-105/15 P a C-109/15 P.

espressione concreta nella dichiarazione dell'Eurogruppo. Le cause sono state pertanto respinte in quanto inammissibili.

Nella seconda serie⁹⁵, i ricorrenti chiedevano un risarcimento per le presunte perdite subite in seguito all'inclusione nel citato protocollo di intesa dei paragrafi relativi alla risoluzione delle due banche cipriote e/o l'annullamento dei paragrafi controversi. La Corte di giustizia ha annullato le ordinanze di inammissibilità emesse dal Tribunale dell'UE in virtù del fatto che l'asserita condotta illecita delle istituzioni dell'UE, anche nel quadro giuridico del Trattato che istituisce il Meccanismo europeo di stabilità ("Trattato MES"), può teoricamente dar luogo a responsabilità dell'Unione europea ai sensi dell'articolo 340, paragrafi 2 e 3, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea. Il giudizio si fondava sull'obbligo della Commissione europea, stipulato all'articolo 17, paragrafo 1, del Trattato sull'Unione europea, di promuovere l'interesse generale dell'UE e vigilare sull'applicazione del diritto dell'Unione, nonché sull'obbligo in capo alla Commissione, derivante dall'articolo 13, paragrafi 3 e 4, del Trattato MES, di assicurare che tutti i protocolli di intesa conclusi dal MES siano compatibili con il diritto dell'UE. La Corte di giustizia ha dichiarato nel merito che, alla luce dell'obiettivo di interesse generale perseguito dall'Unione europea, vale a dire assicurare la stabilità finanziaria del sistema bancario nell'area dell'euro, le misure di risoluzione previste nel protocollo di intesa non costituivano un intervento sproporzionato e inaccettabile tale da ledere il diritto di proprietà dei ricorrenti. Non era pertanto possibile affermare che la Commissione, laddove aveva permesso l'adozione del paragrafo controverso del protocollo, avesse contribuito a una violazione del diritto di proprietà dei ricorrenti. La Corte ha quindi respinto le richieste di risarcimento in quanto infondate in diritto.

Nel luglio 2016 il Tribunale dell'UE si è pronunciato a favore della BCE in una causa di annullamento e risarcimento danni che verteva su alcune decisioni assunte dal Consiglio direttivo della BCE in merito all'erogazione di liquidità di emergenza (emergency liquidity assistance, ELA) a talune banche greche da parte della Bank of Greece. Nella causa T-368/15, il ricorrente asseriva che le contestate decisioni sull'ELA fossero illegittime e avessero ineluttabilmente comportato i controlli temporanei sui capitali e i giorni di chiusura delle banche imposti dalle autorità greche nell'estate del 2015, che avrebbero a loro volta recato al ricorrente danni gravi e irreparabili. Per quel che riguarda la domanda di annullamento, il Tribunale dell'UE ha ritenuto manifestamente insoddisfatto il requisito dell'interesse diretto del ricorrente rispetto alle decisioni sull'ELA impugnate e ha pertanto respinto la domanda in quanto inammissibile. In particolare, il Tribunale ha dichiarato che, avendo mantenuto il limite all'ELA, le decisioni controverse non imponevano in alcun modo gli interventi attuati (ossia i controlli di capitale) e, di conseguenza, le autorità greche avrebbero avuto piena facoltà di adottare misure differenti. Il Tribunale ha altresì respinto la domanda di risarcimento danni perché inammissibile.

Nel maggio 2016 il Tribunale dell'UE si è pronunciato sul ricorso presentato da 150 membri del personale della BCE (causa T-129/14 P) contro la sentenza del Tribunale della funzione pubblica nella causa F-15/10, concernente la riforma del

⁹⁵ Cause riunite da C-8/15 P a C-10/15 P.

regime pensionistico della BCE. Nel maggio 2009, in seguito a un processo di riforma durato circa due anni, la BCE ha sospeso il piano pensionistico esistente, di natura ibrida, e ha adottato un nuovo schema pensionistico costituito da due pilastri: un regime a prestazione definita e un regime a contribuzione definita. Nel nuovo schema pensionistico confluiscono i diritti pensionistici maturati a decorrere dal 1° giugno 2009; ciò vale per tutti i membri del personale, inclusi i dipendenti assunti precedentemente o contestualmente all'entrata in vigore della riforma, con la sola eccezione del personale di età compresa tra 60 e 65 anni al 31 maggio 2009, che è rimasto soggetto al piano pensionistico della BCE sia per il servizio prestato in precedenza sia per quello successivo. Il ricorso promosso da 150 dipendenti contestava diversi punti della sentenza di primo grado sulla base di otto motivi in diritto. Nella sentenza in appello, il Tribunale dell'UE ha confermato la sentenza del Tribunale della funzione pubblica, respingendo integralmente tutti gli otto motivi e ribadendo così appieno la legittimità della riforma del regime pensionistico della BCE. Per quanto concerne la procedura di attuazione della riforma, il Tribunale ha rilevato che la BCE non ha violato i principi di legalità né di certezza del diritto. Ha confermato che le modifiche alle regole sul trattamento pensionistico sono state decise nel rispetto delle disposizioni in materia di competenza e procedura. Quanto al merito del ricorso, la sentenza ha rappresentato un'occasione per svolgere un'analisi approfondita della natura dei diritti pensionistici. Il Tribunale dell'UE ha osservato che i diritti pensionistici non rientrano nel concetto di "retribuzione" come inteso nella Direttiva 91/533/CEE⁹⁶ e non costituiscono pertanto un elemento intangibile del contratto di lavoro; la BCE può quindi riformare lo schema pensionistico senza il consenso del personale. Quanto al diritto acquisito di andare in pensione dall'età di 60 anni senza alcuna riduzione delle prestazioni, invocato dai ricorrenti, il Tribunale dell'UE ha ricordato che, secondo la giurisprudenza consolidata, un funzionario non può far valere un diritto acquisito a meno che i fatti alla base di tale diritto siano insorti prima della modifica delle pertinenti disposizioni. Ha inoltre osservato che i diritti acquisiti dai membri del personale che avevano compiuto 60 anni al momento dell'entrata in vigore della riforma non sono stati inficiati dal nuovo schema, tenuto conto del regime transitorio previsto dalla BCE nell'ambito della riforma stessa.

6.2 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 (il "Trattato") dispongono che la BCE sia consultata in merito a qualsiasi proposta di atto dell'UE o progetto di legge nazionale che rientri nelle sue competenze⁹⁷. Tutti i pareri della BCE sono disponibili nel suo [sito Internet](#). Quelli relativi a proposte di legge dell'UE sono pubblicati anche sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea.

⁹⁶ Direttiva 91/533/CEE del Consiglio, del 14 ottobre 1991, relativa all'obbligo del datore di lavoro di informare il lavoratore delle condizioni applicabili al contratto o al rapporto di lavoro.

⁹⁷ 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.

Nel 2016 la BCE ha formulato otto pareri su proposte legislative dell'UE e 53 pareri su progetti legislativi nazionali che rientravano nella sua sfera di competenze.

A livello dell'UE, i pareri più significativi⁹⁸ adottati dalla BCE hanno riguardato un quadro europeo per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e modifiche al regolamento sui requisiti patrimoniali ([CON/2016/11](#)), la rappresentanza unificata dell'area dell'euro nel Fondo monetario internazionale ([CON/2016/22](#)) e l'istituzione di un sistema europeo di assicurazione dei depositi ([CON/2016/26](#)).

Un certo numero di consultazioni da autorità nazionali ha riguardato la normativa in materia di banconote e monete metalliche⁹⁹, la sorveglianza degli schemi di pagamento¹⁰⁰, il sistema per i titoli dematerializzati¹⁰¹, i requisiti obbligatori per i bonifici e gli addebiti diretti¹⁰² e la prevenzione del riciclaggio di denaro e del finanziamento del terrorismo¹⁰³.

La BCE ha inoltre adottato pareri concernenti le banche centrali nazionali (BCN) con riferimento ai seguenti aspetti: i requisiti applicabili alla revisione della gestione di una BCN¹⁰⁴, gli obblighi di informativa di una BCN nei confronti del parlamento nazionale¹⁰⁵, il funzionamento dell'organo decisionale di una BCN¹⁰⁶, la riduzione della retribuzione di alti funzionari di una BCN¹⁰⁷, l'acquisizione da parte di una BCN della proprietà di un soggetto che effettua operazioni di politica monetaria nelle regioni ultraperiferiche e nei territori d'oltremare del paese¹⁰⁸, l'erogazione di ELA da parte di una BCN¹⁰⁹, i compiti di risoluzione di una BCN¹¹⁰, il ruolo di una BCN in relazione a un sistema di garanzia dei depositi¹¹¹, la vigilanza esercitata da una BCN sulla fornitura di servizi di pagamento¹¹², gli enti fiduciari¹¹³ e i dispositivi applicabili al

⁹⁸ Si riportano di seguito gli altri pareri: il Parere [CON/2016/10](#) in merito a una proposta di regolamento che modifica il regolamento sui requisiti patrimoniali riguardo alle esenzioni per i negozianti per conto proprio di merci; il Parere [CON/2016/15](#) su una proposta di regolamento relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli; il Parere [CON/2016/27](#) su una proposta di regolamento che modifica il regolamento sui mercati degli strumenti finanziari, il regolamento relativo agli abusi di mercato e il regolamento sui depositari centrali di titoli, nonché su una proposta di direttiva che modifica la direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari; il Parere [CON/2016/44](#) su una proposta di regolamento che modifica il Regolamento (UE) n. 345/2013 relativo ai fondi europei per il venture capital e il Regolamento (UE) n. 346/2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale; il Parere [CON/2016/49](#) su una proposta di direttiva che modifica la Direttiva (UE) 2015/849 relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo e che modifica la Direttiva 2009/101/CE.

⁹⁹ Cfr. [CON/2016/2](#), [CON/2016/4](#), [CON/2016/25](#), [CON/2016/36](#) e [CON/2016/58](#).

¹⁰⁰ Cfr. [CON/2016/38](#) e [CON/2016/61](#).

¹⁰¹ Cfr. [CON/2016/46](#).

¹⁰² Cfr. [CON/2016/13](#).

¹⁰³ Cfr. [CON/2016/23](#).

¹⁰⁴ Cfr. [CON/2016/24](#), [CON/2016/30](#), [CON/2016/33](#) e [CON/2016/52](#).

¹⁰⁵ Cfr. [CON/2016/33](#), [CON/2016/35](#) e [CON/2016/52](#).

¹⁰⁶ Cfr. [CON/2016/9](#), [CON/2016/33](#), [CON/2016/47](#) e [CON/2016/52](#).

¹⁰⁷ Cfr. [CON/2016/32](#).

¹⁰⁸ Cfr. [CON/2016/14](#).

¹⁰⁹ Cfr. [CON/2016/55](#).

¹¹⁰ Cfr. [CON/2016/5](#) e [CON/2016/28](#).

¹¹¹ Cfr. [CON/2016/3](#) e [CON/2016/6](#).

¹¹² Cfr. [CON/2016/19](#).

¹¹³ Cfr. [CON/2016/16](#).

credito al consumo¹¹⁴, la gestione da parte delle BCN delle centrali dei rischi e dei registri dei conti bancari¹¹⁵, la raccolta di statistiche finanziarie da parte di una BCN¹¹⁶, il ruolo di una BCN nella valutazione della concorrenza nel mercato dei mutui¹¹⁷, il contributo di una BCN a un trust amministrato dall'FMI¹¹⁸, il ruolo di una BCN nelle segnalazioni relative a un prelievo obbligatorio sui premi assicurativi¹¹⁹, gli strumenti di politica monetaria delle BCN di paesi non appartenenti all'area dell'euro¹²⁰, l'esclusione del diritto di compensare crediti accettati in garanzia dalle banche centrali del SEBC¹²¹ e l'emissione di banconote commemorative e celebrative da parte di una BCN¹²².

La BCE ha adottato pareri afferenti vari aspetti delle attività delle istituzioni finanziarie¹²³, tra cui: la gerarchia dei creditori degli enti creditizi in caso di insolvenza¹²⁴, l'imposizione di limiti ai tassi di interesse variabili sui mutui¹²⁵, la remunerazione dei conti di risparmio¹²⁶, i requisiti per l'ammortamento dei mutui ipotecari¹²⁷, il rimborso di determinati differenziali di rendimento a carico dei prestiti indicizzati al tasso di cambio¹²⁸, la ristrutturazione dei prestiti in valuta estera¹²⁹, la riforma delle banche cooperative¹³⁰, le restrizioni all'acquisizione di immobili o quote di capitale da parte di enti creditizi¹³¹, la nomina dei membri del collegio sindacale di una banca¹³², i rapporti pagamenti/reddito e prestito/valore¹³³, un sistema di garanzia delle cartolarizzazioni di crediti deteriorati¹³⁴, l'introduzione di un'imposta su particolari istituzioni finanziarie¹³⁵, il funzionamento delle centrali dei rischi¹³⁶ e il funzionamento dei sistemi nazionali di garanzia dei depositi¹³⁷.

¹¹⁴ Cfr. [CON/2016/31](#) e [CON/2016/34](#).

¹¹⁵ Cfr. [CON/2016/42](#) e [CON/2016/57](#).

¹¹⁶ Cfr. [CON/2016/29](#).

¹¹⁷ Cfr. [CON/2016/54](#).

¹¹⁸ Cfr. [CON/2016/21](#).

¹¹⁹ Cfr. [CON/2016/45](#).

¹²⁰ Cfr. [CON/2016/12](#), [CON/2016/40](#) e [CON/2016/56](#).

¹²¹ Cfr. [CON/2016/37](#).

¹²² Cfr. [CON/2016/60](#).

¹²³ Cfr. [CON/2016/17](#), [CON/2016/41](#), [CON/2016/50](#), [CON/2016/1](#), [CON/2016/18](#) e [CON/2016/55](#).

¹²⁴ Cfr. [CON/2016/7](#), [CON/2016/28](#) e [CON/2016/53](#).

¹²⁵ Cfr. [CON/2016/54](#).

¹²⁶ Cfr. [CON/2016/51](#).

¹²⁷ Cfr. [CON/2016/18](#).

¹²⁸ Cfr. [CON/2016/50](#).

¹²⁹ Cfr. [CON/2016/39](#).

¹³⁰ Cfr. [CON/2016/17](#) e [CON/2016/41](#).

¹³¹ Cfr. [CON/2016/48](#).

¹³² Cfr. [CON/2016/28](#).

¹³³ Cfr. [CON/2016/8](#).

¹³⁴ Cfr. [CON/2016/17](#).

¹³⁵ Cfr. [CON/2016/1](#).

¹³⁶ Cfr. [CON/2016/42](#).

¹³⁷ Cfr. [CON/2016/3](#) e [CON/2016/6](#).

La BCE ha altresì adottato un parere sul ruolo del rappresentante di un'autorità di vigilanza finanziaria nazionale presso il Consiglio di vigilanza della BCE¹³⁸.

Sono stati registrati otto casi di inottemperanza all'obbligo di consultazione della BCE su progetti legislativi nazionali; alcuni di questi casi sono considerati chiari e rilevanti¹³⁹.

La BCE non è stata consultata dal Ministero dell'economia e delle finanze italiano riguardo al decreto legge recante misure urgenti per la tutela del risparmio nel settore bancario, volto a definire il quadro giuridico per l'erogazione di assistenza finanziaria pubblica straordinaria alle banche italiane. La BCE non è stata consultata dal ministero delle finanze greco in merito alla legge sui pagamenti elettronici.

Infine, il ministero per l'economia nazionale ungherese non ha consultato la BCE circa la legge sulle comunità nazionali di edilizia residenziale¹⁴⁰, che ha destato timori per una possibile violazione dell'indipendenza della banca centrale.

Sono stati ritenuti esempi di inottemperanza chiara, rilevante e reiterata i casi di omessa consultazione della BCE da parte di Grecia, Ungheria e Italia.

6.3 Sviluppi giuridici legati all'MVU

Nel 2016 la BCE ha adottato diversi strumenti giuridici connessi allo svolgimento dei suoi compiti di vigilanza, pubblicati nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea e nel sito Internet della BCE. L'elenco degli strumenti legali in materia di vigilanza bancaria adottati nel 2016 è reperibile nel [Rapporto annuale della BCE sulle attività di vigilanza del 2016](#).

6.4 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 strumenti di debito direttamente da questi. 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

¹³⁸ Cfr. [CON/2016/43](#).

¹³⁹ Sono inclusi: a) i casi in cui un'autorità nazionale ha omesso di richiedere il parere della BCE in merito a proposte legislative rientranti nella sfera di competenze 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.

¹⁴⁰ Legge sulle comunità nazionali di edilizia residenziale, pubblicata nel numero 49, dell'11 aprile 2016, della Magyar Kozlony (Gazzetta ufficiale ungherese).

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 sul mercato secondario dalle banche centrali dell'UE di 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 2016 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 2016 non tutte le BCN dell'UE disponevano di politiche di remunerazione dei depositi del settore pubblico pienamente conformi ai limiti massimi previsti. In particolare, alcune BCN devono assicurare che il tasso di remunerazione dei depositi del settore pubblico non ecceda il massimale anche quando quest'ultimo è negativo.

La BCE ha ritenuto che la costituzione e il finanziamento della società di gestione del risparmio MARK Zrt. da parte della Magyar Nemzeti Bank costituisca una violazione del divieto di finanziamento monetario che deve essere corretta.

Nel maggio 2016, la Magyar Nemzeti Bank ha fornito liquidità ponte per tre mesi al sistema ungherese di indennizzo degli investitori Karrendezesi Alap. Secondo la valutazione della BCE tale operazione è potenzialmente in conflitto con il divieto di finanziamento monetario in quanto per fornire finanziamento a breve termine al sistema di indennizzo degli investitori interessato erano disponibili altre soluzioni che non avrebbero comportato il coinvolgimento finanziario della Magyar Nemzeti Bank. Tale caso non deve costituire un precedente.

Facendo seguito ai timori espressi nel suo Rapporto annuale per il 2014 e il 2015, la BCE ha continuato a tenere sotto osservazione diversi programmi avviati dalla Magyar Nemzeti Bank nel 2014 e nel 2015. Tali programmi non erano 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 comprendevano acquisti di immobili a scopo di investimento da parte della Magyar Nemzeti Bank, un programma per promuovere la cultura finanziaria condotto attraverso una rete di sei fondazioni e la strategia di investimento di tali fondazioni, l'assorbimento di personale precedentemente assunto dall'Autorità di vigilanza finanziaria ungherese, un programma di acquisto di opere d'arte e beni culturali ungheresi e un programma volto a incentivare le banche ad acquistare titoli utilizzabili a garanzia, segnatamente titoli di Stato. Alla luce della loro molteplicità, estensione e dimensione la BCE continuerà a seguire attentamente queste operazioni allo scopo di garantire che non vi siano conflitti con il divieto di finanziamento monetario e di accesso privilegiato. La Magyar Nemzeti Bank

dovrebbe altresì assicurare che le risorse proprie da essa conferite alla sua rete di fondazioni non siano utilizzate, per via diretta o indiretta, a fini di finanziamento dello Stato. 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 di quest'ultima da parte della Magyar Nemzeti Bank nel novembre 2015 può lasciare emergere timori sotto il profilo del finanziamento monetario.

Nel corso del 2016 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 passo sulla via necessaria della totale cessione di tali attività. Tuttavia, un più ambizioso piano di vendita attenuerebbe ulteriormente i seri e persistenti timori di violazione del divieto di finanziamento monetario.

7 Le relazioni internazionali ed europee

7.1 Le relazioni europee

Nel 2016 la BCE ha continuato a dialogare intensamente con istituzioni e consessi europei quali in particolare il Parlamento europeo, il Consiglio europeo, il Consiglio Ecofin, l'Eurogruppo e la Commissione europea. Nel corso dell'anno sono stati compiuti ulteriori passi per completare l'unione bancaria e proseguire il risanamento del settore finanziario nell'area dell'euro. Anche la situazione economica nell'area dell'euro e il programma di aggiustamento macroeconomico per la Grecia hanno fatto parte delle agende dell'Eurogruppo e del Consiglio Ecofin nelle loro riunioni, alle quali hanno partecipato il Presidente della BCE e gli altri membri del Comitato esecutivo. La necessità di una strategia coerente per le politiche in ambito fiscale, finanziario e strutturale volta a rafforzare la ripresa in Europa è stata tra i temi di discussione nelle riunioni del Consiglio europeo, cui ha partecipato il Presidente della BCE.

7.1.1 Il completamento dell'Unione economica e monetaria

Sono state intraprese ulteriori iniziative per il completamento dell'Unione economica e monetaria (UEM), in linea con il piano d'azione stabilito nel 2015 nel cosiddetto rapporto dei Cinque Presidenti intitolato "Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa".

Sono stati compiuti progressi sul fronte dell'unione bancaria con l'attuazione della Direttiva sul risanamento e la risoluzione degli enti creditizi e la Direttiva sul sistema di garanzia dei depositi. Durante tutto l'anno la BCE ha inoltre continuato a promuovere misure decise per completare l'unione bancaria, in particolare nell'ambito di discussioni tecniche mirate a creare un credibile strumento comune di sostegno al Fondo di risoluzione unico e un sistema europeo di assicurazione dei depositi. Oltre all'unione bancaria, anche un'unione dei mercati dei capitali a livello

europeo può rafforzare la capacità di tenuta del sistema finanziario migliorando la ripartizione transfrontaliera dei rischi nonché ampliando e agevolando l'accesso al finanziamento.

Per quanto riguarda il quadro per la governance economica, è divenuto operativo il Comitato europeo per le finanze pubbliche. In prospettiva, il mandato e l'indipendenza istituzionale del Comitato europeo per le finanze pubbliche dovrebbero essere rafforzati affinché esso possa svolgere un ruolo importante nell'accrescere la trasparenza e nel migliorare il rispetto delle regole di bilancio¹⁴¹. Il 20 settembre 2016 il Consiglio dell'Unione europea ha pubblicato una raccomandazione ai paesi dell'area dell'euro affinché creino comitati nazionali per la produttività. I comitati per la produttività dovrebbero fornire nuovo impeto all'attuazione di riforme strutturali nei paesi dell'area. La loro efficacia dipenderà non solo dagli elevati livelli attesi di competenze tecniche al proprio interno, ma anche dalla loro piena indipendenza. I comitati per la produttività dovrebbero operare per assicurarsi che si tenga sufficientemente conto della dimensione europea, scambiando le migliori prassi tra gli Stati membri ed enfatizzando la dimensione dell'area dell'euro quando si valutano e si affrontano questioni di produttività a livello di singoli Stati membri.

Inoltre, la BCE ha puntualmente sottolineato la necessità di un'applicazione coerente e scrupolosa delle disposizioni del quadro di governance vigente, i cui progressi sono stati insoddisfacenti finora. Ne è un esempio la scarsa attuazione delle raccomandazioni della Commissione europea su specifici paesi (cfr. anche la Sezione 1.6 del Capitolo 1) e la mancanza di conformità con i requisiti del Patto di stabilità e crescita.

L'applicazione completa delle regole di bilancio e il coordinamento più efficace delle politiche economiche saranno un prerequisito necessario per la creazione della fiducia tra gli Stati membri necessaria all'ulteriore rafforzamento dell'UEM. La BCE ha sottolineato l'importanza di una maggiore condivisione della sovranità nel medio e nel lungo termine, ad esempio attraverso un assetto di governance rafforzato che si fondi non più sulle regole ma sulle istituzioni¹⁴².

Al contempo, l'Europa si trova anche ad affrontare sfide che vanno al di là della sfera economica, in particolare negli ambiti dell'immigrazione e della sicurezza. Un'economia solida è necessaria per affrontare queste problematiche in modo sostenibile. Il completamento dell'UEM è quindi un elemento importante per rendere l'Europa più forte. L'Eurosistema è pronto a contribuire ai lavori in tal senso.

¹⁴¹ Per ulteriori dettagli, si veda il riquadro *La creazione del Comitato europeo per le finanze pubbliche* nel numero 7/2015 del Bollettino economico della BCE.

¹⁴² Cfr. anche l'articolo intitolato *Rafforzare la capacità di tenuta e la crescita nel lungo periodo: l'importanza di istituzioni e strutture economiche solide per i paesi dell'area dell'euro e per l'UEM* nel numero 5/2016 del Bollettino economico della BCE.

7.1.2 L'adempimento degli obblighi di responsabilità democratica

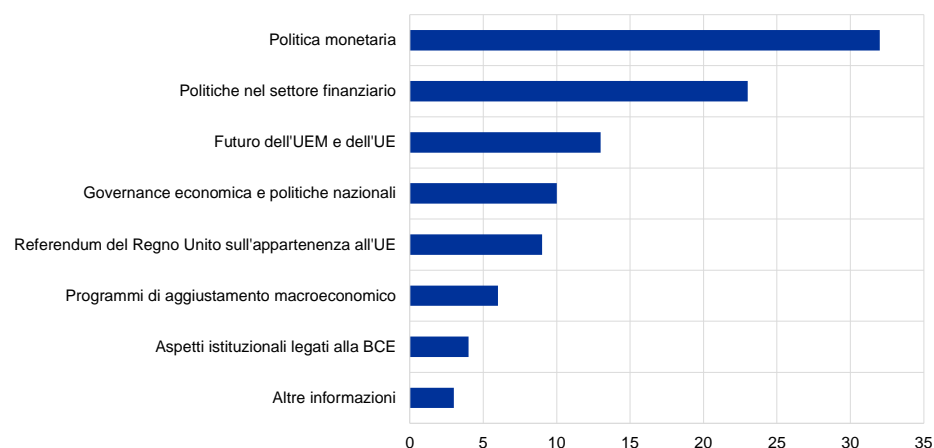
La BCE è un'istituzione indipendente che beneficia della piena autonomia nell'utilizzo dei suoi strumenti secondo le esigenze nell'ambito del suo mandato. La responsabilità costituisce il necessario contrappeso a tale indipendenza e il Trattato sul funzionamento dell'Unione europea stabilisce che la BCE è tenuta a rendere conto del proprio operato in primo luogo al Parlamento europeo, in quanto istituzione che riunisce i rappresentanti eletti dei cittadini dell'UE.

Nel 2016 il Presidente della BCE ha partecipato a quattro audizioni periodiche della Commissione parlamentare per i problemi economici e monetari.¹⁴³ In tali occasioni gli europarlamentari hanno insistito soprattutto sulla politica monetaria della BCE, sulle politiche per il settore finanziario, sui programmi di aggiustamento macroeconomico e sulla riforma della governance nell'area dell'euro (cfr. grafico 36).

Grafico 36

Temi delle domande formulate durante le audizioni periodiche della Commissione per i problemi economici e monetari

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Nel 2016 la BCE ha deciso di pubblicare per la prima volta il proprio feedback sulle osservazioni che vengono formulate dal Parlamento europeo sul Rapporto annuale dell'anno precedente, in risposta a un suggerimento avanzato in una risoluzione dello stesso Parlamento, teso a rafforzare ulteriormente il principio di responsabilità della BCE¹⁴⁴. In precedenza questo feedback era stato fornito solo agli europarlamentari unitamente al Rapporto annuale.

¹⁴³ Le dichiarazioni introduttive sono disponibili sul [sito Internet della BCE](#).

¹⁴⁴ Cfr. il paragrafo 23 della Risoluzione del Parlamento europeo sul Rapporto annuale della BCE per il 2014, disponibile sul [sito Internet del Parlamento europeo](#).

Tabella 3**Panoramica delle audizioni presso il Parlamento europeo nel 2016**

Audizione	Membro del Comitato esecutivo	Data	Temî discusso
Audizioni periodiche della Commissione per i problemi economici e monetari (ECON)	Presidente	15 febbraio	Cfr. grafico 36
		21 giugno	
		26 settembre	
		28 novembre	
Audizioni relative al Rapporto annuale della BCE	Presidente	1° febbraio	Dibattito in plenaria sul Rapporto annuale della BCE per il 2014
	Vicepresidente	7 aprile	Presentazione del Rapporto annuale della BCE per il 2015 (riunione della Commissione ECON)
	Presidente	21 novembre	Dibattito in plenaria sul Rapporto annuale della BCE per il 2015
Altre audizioni	Sabine Lautenschläger	25 gennaio	Raccolta dei dati sul credito (riunione della Commissione ECON)
	Benoît Cœuré	2 marzo	Capacità di bilancio dell'area dell'euro (riunione congiunta della Commissione ECON e della Commissione sui bilanci)
		12 ottobre	Terzo programma di aggiustamento macroeconomico per la Grecia (riunione del Financial Assistance Working Group)

Fonte: BCE.

La BCE assolve altresì i suoi obblighi di rendicontazione fornendo un'informativa periodica e rispondendo alle interrogazioni scritte presentate da membri del Parlamento europeo. Nel 2016 il Presidente della BCE ha ricevuto lettere contenenti tali interrogazioni, le risposte alle quali sono state pubblicate sul sito Internet della BCE¹⁴⁵. La maggior parte delle interrogazioni ha riguardato l'attuazione delle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE, le prospettive economiche e i programmi di aggiustamento macroeconomico.

Come in passato, la BCE ha contribuito alle discussioni del Parlamento europeo e del Consiglio dell'UE sulle proposte legislative che ricadono nella propria sfera di competenza. Al di là dell'obbligo di rendicontazione, altri rappresentanti della BCE hanno partecipato a riunioni pubbliche dinanzi alla Commissione per i problemi economici e monetari per discussioni tecniche su questioni relative ad aree di competenze e compiti della BCE.

Inoltre, la BCE è tenuta a rendere conto delle proprie attività di vigilanza bancaria al Parlamento europeo e al Consiglio dell'UE¹⁴⁶. Maggiori informazioni al riguardo sono reperibili nel [Rapporto annuale della BCE sulle attività di vigilanza per il 2016](#).

7.2 Le relazioni internazionali

In un difficile contesto internazionale, la BCE ha partecipato alle discussioni in consessi internazionali, raccolto informazioni e svolto attività di comunicazione delle proprie politiche, rinsaldando così i rapporti con controparti internazionali di primo

¹⁴⁵ Tutte le risposte del Presidente della BCE alle domande dei parlamentari europei sono pubblicate nella sezione dedicata del [sito Internet della BCE](#).

¹⁴⁶ 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.

piano. Ciò è stato di particolare importanza in un anno in cui le autorità monetarie di tutto il mondo hanno continuato a sostenere l'incipiente ripresa economica.

7.2.1 G20

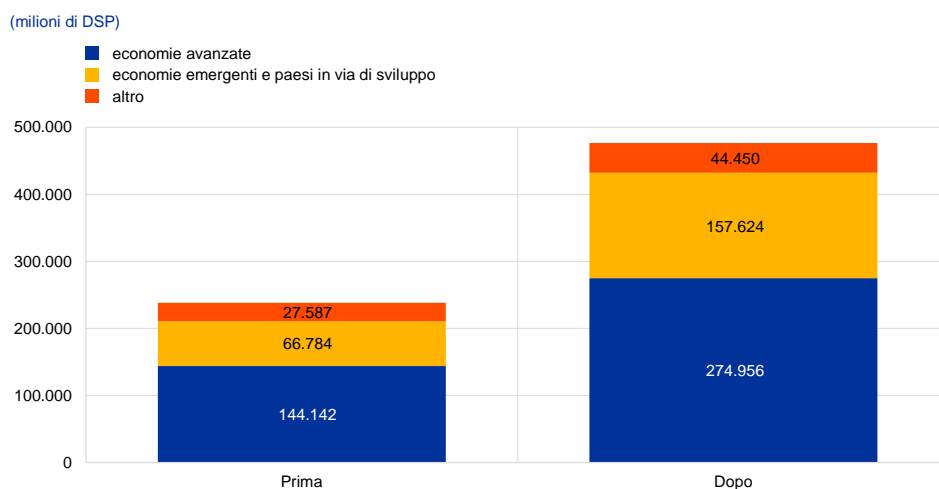
In un contesto di prosecuzione della debole ripresa economica globale, la presidenza del G20 da parte della Cina si è focalizzata sulla promozione della crescita mondiale ed è riuscita a mettere in evidenza il ruolo delle riforme strutturali quale fattore complementare alla politica monetaria e fiscale per raggiungere questo obiettivo. La presidenza del G20 ha inoltre ampliato il dibattito sui motori della crescita includendo l'innovazione e la digitalizzazione. Il G20 ha altresì adottato ulteriori misure per consentire una migliore valutazione inter pares (peer review) delle riforme strutturali nell'ambito del suo "programma di riforme strutturali rafforzate". In un clima di crescente ostilità alla globalizzazione, il G20 ha dedicato maggiore spazio alle disuguaglianze e all'inclusività e ha altresì incoraggiato i progressi in direzione di un contesto mondiale più equo a livello fiscale, con una nuova enfasi sui beneficiari effettivi e sulle modalità per affrontare le giurisdizioni fiscali non cooperative. I ministri delle finanze e i governatori delle banche centrali del G20, alle cui riunioni partecipa il Presidente della BCE, si sono impegnati a consultarsi strettamente sui mercati valutari e a evitare ogni forma di protezionismo nelle politiche commerciali e di investimento. È stato rafforzato l'impegno a contrastare il finanziamento del terrorismo in seguito ai recenti attentati terroristici. Il completamento degli elementi principali dello schema di regolamentazione finanziaria è stato supportato con un'enfasi sull'attuazione tempestiva, totale e coerente del programma di riforma del settore finanziario concordato. Al vertice di Hangzhou, i leader del G20 hanno incoraggiato i progressi in termini di promozione del finanziamento verde e, nell'ambito delle discussioni sull'architettura finanziaria internazionale, di esame dell'utilizzo più ampio dei diritti speciali di prelievo (DSP), ampliando il numero di paesi facenti parte del Club di Parigi e promuovendo il ruolo delle banche multilaterali di sviluppo nuove ed esistenti.

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

La BCE ha continuato a promuovere posizioni europee comuni nelle discussioni tenutesi presso il Fondo monetario internazionale (FMI) in merito alle politiche del Fondo e all'architettura finanziaria internazionale più generale. In termini di governance dell'FMI, l'ampia riforma delle quote e della governance del 2010 è entrata in vigore agli inizi del 2016 in seguito alla ratifica da parte delle maggioranze richieste dei membri dell'FMI. Ciò si è tradotto in un cambiamento di oltre il 6 per cento delle quote di partecipazione a favore di mercati emergenti dinamici e paesi in via di sviluppo, al fine di riflettere meglio il loro ruolo più significativo nell'economia mondiale. Nell'ambito di questo pacchetto di riforme, i paesi europei avanzati si sono impegnati a ridurre la loro presenza complessiva nel Consiglio di due seggi.

Grafico 37

Distribuzione delle quote del FMI prima e dopo la riforma del 2010



Fonti: FMI ed elaborazioni degli esperti della BCE.

La BCE sostiene un FMI forte, basato su quote di partecipazione e con risorse adeguate, che svolga un ruolo centrale nel sistema monetario internazionale, apportando un contributo significativo alla stabilità economica e finanziaria mondiale. Con il sostegno degli Stati membri dell'Unione europea, le risorse totali dell'FMI provenienti dalle quote sono raddoppiate a 477 miliardi di DSP nel 2016. I membri dell'FMI, tra cui alcuni Stati membri dell'UE, hanno inoltre impegnato circa 260 miliardi di DSP per assicurare il continuo accesso del Fondo ai prestiti bilaterali in un contesto di governance rafforzata. I tempi per le discussioni sulla quindicesima revisione generale delle quote sono stati modificati allo scopo di concludere la revisione non più tardi degli incontri annuali del 2019.

Poiché è essenziale che le politiche di prestito dell'FMI rimangano in linea con il fabbisogno dei suoi membri, l'FMI ha esaminato l'adeguatezza della rete di sicurezza finanziaria mondiale, inclusa la sua copertura, la sua disponibilità e i costi degli strumenti di prevenzione e risoluzione delle crisi forniti.

In seguito alle crisi in alcuni paesi dell'area dell'euro e ai connessi programmi UE-FMI di prestito e aggiustamento per tali paesi, l'[Independent Evaluation Office \(IEO\) dell'FMI](#) ha pubblicato un rapporto completo sul ruolo del Fondo durante tali crisi e sulla sua partecipazione ai programmi di assistenza finanziaria per la Grecia, l'Irlanda e il Portogallo. Il rapporto era principalmente incentrato sul processo decisionale dell'FMI, ma comprendeva anche alcune riflessioni su questioni economiche, come ad esempio le cause della crisi e la natura e l'adeguatezza delle condizioni di politica economica.

7.2.3 La cooperazione tecnica

La BCE ha ampliato la cooperazione tecnica con le banche centrali dei paesi non appartenenti all'Unione europea al fine di rafforzare le buone pratiche tra le banche

centrali e contribuire quindi alla stabilità monetaria e finanziaria mondiale. Le attività di cooperazione riflettono il ruolo della BCE quale grande banca centrale nell'economia mondiale. La BCE ha proseguito la collaborazione con le banche centrali dei paesi emergenti del G20 (ad esempio India e Turchia), mirando a uno scambio di competenze tecniche e buone prassi. Nel 2016 è stato firmato un nuovo Protocollo d'intesa con il Banco Central do Brasil, che permette di intensificare i rapporti di cooperazione, con un'enfasi sui temi più importanti per le banche centrali, tra cui la politica monetaria, la stabilità finanziaria e la vigilanza bancaria. La rafforzata cooperazione con organizzazioni internazionali e regionali ha supportato il raggio d'azione della BCE in America latina, Asia e Africa.

È proseguita la cooperazione con le banche centrali di paesi che hanno la prospettiva di entrare nell'Unione europea, in particolare tramite una serie di seminari regionali. Sono stati dedicati eventi alle sfide istituzionali legate all'ingresso nell'UE, alla vigilanza macro e microprudenziale nonché all'indipendenza della banca centrale come elemento chiave di una buona governance economica. La cooperazione tecnica con le banche centrali dei paesi candidati e potenziali candidati all'adesione all'Unione europea è effettuata in stretta collaborazione con le BCN della UE e integra l'analisi e il monitoraggio periodico degli andamenti economici e finanziari in tali paesi e il dialogo di politica economica con le loro banche centrali.

Riquadro 9

Brexit – implicazioni e prospettive

Il 23 giugno 2016 il Regno Unito ha tenuto un referendum sull'appartenenza all'Unione europea. Una maggioranza del 51,9 per cento ha votato a favore dell'uscita del Regno Unito dall'Unione europea. Conformemente all'articolo 50 del Trattato sull'Unione europea, la notifica formale da parte del Regno Unito al Consiglio europeo della sua intenzione di uscire dall'Unione europea avvierà un processo di negoziazione di un accordo di uscita tra l'Unione europea e il Regno Unito. Attualmente i futuri rapporti economici del Regno Unito con l'Unione europea sono caratterizzati da un'elevata incertezza¹⁴⁷.

All'indomani del referendum si è assistito a un aumento dell'incertezza, a un breve episodio di volatilità e a un marcato deprezzamento della sterlina. L'area dell'euro ha affrontato l'impennata dell'incertezza e della volatilità con un'incoraggiante capacità di tenuta grazie alle contromisure preparate in anticipo dalle banche centrali e delle autorità di vigilanza (inclusi presidi di liquidità delle banche centrali e l'impegno delle autorità di vigilanza nei confronti delle banche sul fronte della liquidità, del finanziamento e dei rischi operativi), nonché all'assetto regolamentare rafforzato¹⁴⁸. Gli elevati livelli di liquidità in eccesso hanno reso poco probabile la necessità per la BCE di ricorrere a misure di emergenza, ma è stato comunque assicurato, come indicato nel [comunicato stampa](#) della BCE del 24 giugno 2016 – che avrebbe potuto essere fornita liquidità aggiuntiva se necessario, anche tramite [accordi di swap permanenti](#) con la Bank of England. Inoltre, la Vigilanza bancaria della BCE aveva mantenuto stretti contatti con le banche più esposte

¹⁴⁷ Cfr. anche la sezione 1.1 del capitolo 1.

¹⁴⁸ Cfr. la sezione 1.2 del capitolo 1 per un'analisi più approfondita.

prima del referendum per assicurarsi che stessero monitorando attentamente i rischi e si stessero preparando ai possibili esiti del referendum.

In prospettiva, le esatte implicazioni economiche del referendum sono difficili da prevedere. Dipenderanno in particolare dai tempi, dai progressi e dall'esito finale delle prossime trattative tra l'Unione europea e il Regno Unito. L'impatto dell'esito del referendum sulle prospettive economiche dell'area dell'euro, analizzato nelle [Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE del settembre 2016](#) e in un [riquadro del Bollettino economico della BCE](#), sembra aver avuto nel breve periodo solo un impatto limitato sull'attività economica nell'area dell'euro. Inoltre, la [Financial Stability Review](#) della BCE del novembre 2016 ha trattato gli aspetti della stabilità finanziaria relativi all'esito del referendum. Ha rilevato che la maggior parte dei segmenti del mercato colpiti dalle turbolenze seguite al referendum britannico hanno rapidamente recuperato gran parte delle perdite.

Il Presidente della BCE ha altresì spiegato al Parlamento europeo, in diverse occasioni, la valutazione della BCE sul possibile impatto di Brexit, ad esempio nell'audizione del [26 settembre 2016](#) e del [28 novembre 2016](#). In queste occasioni, la BCE ha sottolineato i benefici del Mercato unico sia per l'area dell'euro sia per il Regno Unito. Quale che sia la forma che prenderanno i rapporti tra l'Unione europea e il Regno Unito, sarà essenziale che l'integrità del Mercato unico e l'omogeneità delle regole e della loro applicazione siano preservate. Nella riunione informale di settembre a Bratislava, i capi di Stato e di governo degli altri 27 Stati Membri dell'Unione europea hanno discusso per la prima volta del loro futuro comune dopo la prevista uscita del Regno Unito. Per rispondere ai timori attuali dei cittadini, hanno concordato un piano d'azione per affrontare le sfide comuni in materia di immigrazione, terrorismo e insicurezza economica e sociale. La BCE ha sottolineato in diverse occasioni che affinché l'Europa rafforzi la propria capacità d'azione in queste aree, il progetto europeo ha bisogno di basi economiche più solide.

8 L'attività di comunicazione esterna

Spiegare la politica monetaria della BCE ai cittadini europei

Una comunicazione aperta e trasparente favorisce l'efficacia della politica monetaria della banca centrale. Consente alla banca di tenere informati il pubblico e i mercati finanziari sui propri obiettivi e compiti e chiarire le ragioni delle proprie scelte, guidando in tal modo le aspettative. La BCE ha una lunga tradizione di apertura nell'ambito della comunicazione e nel 2016 ha continuato a migliorare questo aspetto intensificando, in particolare, le iniziative divulgative e la comunicazione digitale.

Iniziative divulgative

Nel 2016 la BCE ha ulteriormente sviluppato le attività di divulgazione al pubblico per migliorare la comprensione delle proprie politiche e decisioni e, in tal modo, costruire un clima di maggiore fiducia nei cittadini dell'area dell'euro.

Ha ospitato a Francoforte 522 gruppi di visitatori, aprendo le porte a oltre 15.000 visitatori esterni provenienti da 35 paesi. Ai visitatori sono state proposte presentazioni generali o mirate che hanno favorito l'interazione con gli esperti della BCE. Sono state organizzate visite guidate per far conoscere il nuovo edificio, le sue mostre d'arte e quelle dedicate all'euro. Da luglio 2016, ogni primo sabato del mese la BCE apre le porte alla comunità locale e ha richiamato più di 3.000 visitatori nella seconda metà dell'anno.

Per spiegare i propri compiti ai cittadini più giovani dell'area dell'euro, la BCE ha inoltre organizzato per la sesta volta il Generation Euro Students' Award. Questa competizione rappresenta il canale d'interazione primario della banca con gli studenti di età compresa tra i 16 e i 19 anni e i loro insegnanti e mira a un'approfondita opera di divulgazione sulla politica monetaria e sulla BCE. Gli studenti partecipano a un gioco di ruolo in cui prendono decisioni di politica monetaria sulla base della propria analisi della situazione economica e monetaria nell'area dell'euro.

La BCE si rivolge anche a gruppi di più giovane età. Il 3 ottobre del 2016, 230 bambini di età compresa tra gli otto e i dieci anni, insieme alle proprie famiglie, sono stati accolti dalla BCE per il secondo open day della popolare trasmissione televisiva tedesca per bambini "Die Sendung mit der Maus". Nell'ambito del programma sono state organizzate visite guidate dell'edificio, presentazioni, workshop sul ruolo e la funzione della BCE e sulle banconote e monete in euro, giochi educativi e diverse mostre.

Le iniziative divulgative si sono svolte anche fuori Francoforte. Ad esempio, la BCE ha partecipato assieme alla Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland all'edizione 2016 del campionato nazionale irlandese di aratura, la più grande mostra all'aperto e fiera agricola d'Europa.

Maggiore digitalizzazione

La BCE ha inoltre intensificato le comunicazioni digitali per adeguarsi alle più recenti modalità di fruizione delle informazioni.

Dal punto di vista dei contenuti, la BCE ha messo in atto strategie per essere più vicina al pubblico e far meglio comprendere le proprie decisioni, utilizzando un linguaggio semplice e i canali della comunicazione digitale per spiegare in modo comprensibile concetti altrimenti piuttosto tecnici. Un esempio di questo approccio è costituito dalla sezione "Facciamo chiarezza" del sito Internet della BCE, disponibile in molte lingue dell'UE. L'attenzione alla comunicazione digitale è stata accompagnata anche da un più frequente ricorso ad infografiche.

Da un punto di vista tecnico, la Banca centrale europea ha aggiornato il proprio sito Internet. I siti Internet della BCE e del Comitato europeo per il rischio sistemico sono stati resi ampiamente fruibili, facendo in modo che le pagine e le pubblicazioni importanti potessero essere visualizzate in maniera ottimale indipendentemente dal

dispositivo utilizzato. In aggiunta, la BCE ha dato risposta alla crescente richiesta di fruizione di eventi via Internet in modalità streaming di alta qualità.

La presenza della banca sulle piattaforme dei social media è ulteriormente migliorata. L'[account Twitter](#) della BCE è ora seguito da più di 360.000 persone ed è utilizzato per evidenziare pubblicazioni e messaggi chiave tratti dagli interventi. A dicembre 2016 la BCE ha tenuto il suo primo dibattito in diretta su Twitter, durante il quale Benoît Cœuré ha risposto a domande pubblicate dagli utenti sotto l'hashtag #askECB, con un'interazione diretta in tempo reale. La BCE utilizza anche il proprio canale YouTube per pubblicare video e Flickr per le fotografie. È infine disponibile un account LinkedIn della BCE, a cui sono iscritte circa 43.000 persone.

Allegati

1 L'assetto istituzionale

Gli organi decisionali e la governance interna della BCE

L'Eurosistema e il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) sono retti dagli organi decisionali della BCE: il [Consiglio direttivo](#) e il [Comitato esecutivo](#). È stato costituito un terzo organo decisionale della BCE, il [Consiglio generale](#), che rimarrà in essere fino a quando l'euro non verrà adottato da tutti gli Stati membri. Il funzionamento dei suddetti organi è regolato dal Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, dallo Statuto del SEBC e dai relativi regolamenti interni¹⁴⁹. Il processo decisionale dell'Eurosistema e del SEBC è centralizzato, ma la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) dell'area dell'euro contribuiscono congiuntamente, sul piano strategico e operativo, a conseguire gli obiettivi comuni dell'Eurosistema, nel dovuto rispetto del principio di decentramento, in conformità con lo Statuto del SEBC.

Nel contesto delle responsabilità della BCE in materia di vigilanza bancaria, il Consiglio direttivo adotta gli atti giuridici che stabiliscono il quadro generale entro cui prendere le decisioni di vigilanza e approva, in base alla procedura di non obiezione, i progetti di decisione presentati dal [Consiglio di vigilanza](#)¹⁵⁰. Il [Rapporto annuale della BCE sulle attività di vigilanza 2016](#) contiene informazioni più dettagliate sulla funzione di vigilanza della BCE.

Il Consiglio direttivo

Il principale organo decisionale della BCE è il [Consiglio direttivo](#), che comprende i membri del Comitato esecutivo e i governatori delle BCN dei paesi dell'area dell'euro. I diritti di voto dei membri del consiglio ruotano in base a uno specifico sistema di rotazione disponibile sul [sito della BCE](#).

Le riunioni del Consiglio direttivo solitamente [si tengono ogni due settimane](#) nella sede della BCE a Francoforte sul Meno; nel 2016 il Consiglio si è riunito 23 volte. Le riunioni dedicate alla politica monetaria si tengono ogni sei settimane; il relativo [resoconto](#) è pubblicato solitamente a distanza di 4 settimane. Nelle rimanenti

¹⁴⁹ Per il regolamento interno della BCE, cfr. la Decisione (UE) 2016/1717 della BCE del 21 settembre che emenda la Decisione BCE/2004/2, che adotta il regolamento interno della Banca centrale europea (BCE /2016/27), GU L 258 del 24.9.2016, pag. 17; le Decisioni BCE/2015/8, BCE/2014/1 e BCE/2009/5; la decisione BCE/2004/2 del 19 febbraio 2004, che adotta il regolamento interno della Banca centrale europea, GU L 80 del 18.3.2004, pag. 33; la Decisione BCE/2004/12 del 17 giugno 2004, che adotta il regolamento interno del Consiglio generale della BCE, GU L 230 del 30.6.2004, pag. 61; e la Decisione BCE/1999/7 del 12 ottobre 1999, relativa al regolamento interno del Comitato esecutivo della BCE, GU L 314 dell'8.12.1999, pag. 34. Queste norme sono disponibili anche sul [sito Internet della BCE](#).

¹⁵⁰ Maggiori informazioni sul processo decisionale all'interno del Meccanismo di Vigilanza Unico sono disponibili sul [sito Internet della vigilanza bancaria della BCE](#).

riunioni, il Consiglio direttivo discute principalmente di questioni relative ad altre funzioni e responsabilità della BCE e dell'Eurosistema. Per garantire la separazione della funzione di politica monetaria e delle altre funzioni della BCE dalle sue responsabilità di vigilanza, il Consiglio tiene riunioni separate per le questioni di vigilanza.

Il Consiglio può deliberare anche tramite procedura scritta; questa è stata la modalità utilizzata in oltre 1.400 decisioni nel 2016, più di 1.000 delle quali adottate con procedura di non obiezione.

Il Consiglio direttivo

Mario Draghi Presidente della BCE

Vítor Constâncio Vicepresidente della BCE

Josef Bonnici Governatore della Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (fino al 30 giugno 2016)

Benoît Cœuré Membro del Comitato esecutivo della BCE

Carlos Costa Governatore del Banco de Portugal

Chrystalla Georghadji Governatore della Central Bank of Cyprus

Ardo Hansson Governatore della Eesti Pank

Boštjan Jazbec Governatore della Banka Slovenije

Klaas Knot Presidente della Nederlandsche Bank

Philip R. Lane Governatore della Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland

Sabine Lautenschläger Membro del Comitato esecutivo della BCE

Erkki Liikanen Governatore della Suomen Pankki – Finlands Bank

Luis M. Linde Governatore del Banco de España

Jozef Makúch Governatore della Národná banka Slovenska

Yves Mersch Membro del Comitato esecutivo della BCE

Ewald Nowotny Governatore della Oesterreichische Nationalbank

Peter Praet Membro del Comitato esecutivo della BCE

Gaston Reinesch Governatore della Banque centrale du Luxembourg

Ilmārs Rimšēvičs Governatore della Latvijas Banka

Jan Smets Governatore della Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique

Yannis Stournaras Governatore della Bank of Greece

Vitas Vasiliauskas Presidente del Consiglio di amministrazione della Lietuvos
bankas

Mario Vella Governatore della Central Bank Ċentrali ta ' Malta/Bank of Malta (dal 1°
luglio 2016)

François Villeroy de Galhau Governatore della Banque de France

Ignazio Visco Governatore della Banca d'Italia

Jens Weidmann Presidente della Deutsche Bundesbank



Prima fila (da sinistra): Yannis Stournaras, Carlos Costa, Ewald Nowotny, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Sabine Lautenschläger, Benoît Cœuré, Chrystalla Georghadji, Philip R. Lane, Yves Mersch

Seconda fila (da sinistra): Ilmārs Rimšēvičs, François Villeroy de Galhau, Jens Weidmann, Erkki Liikanen, Jozef Makúch, Ignazio Visco

Terza fila (da sinistra): Gaston Reinesch, Boštjan Jazbec, Ardo Hansson, Klaas Knot, Jan Smets, Peter Praet, Vitas Vasiliauskas

Nota: Luis M. Linde e Mario Vella non erano presenti quando è stata scattata la fotografia.

Il Comitato esecutivo

Il **Comitato esecutivo** comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e altri quattro membri nominati dal Consiglio europeo, con delibera a maggioranza qualificata previa consultazione del Parlamento europeo e della BCE. Il Comitato

esecutivo si occupa di preparare le riunioni del Consiglio direttivo, di attuare la politica monetaria dell'area dell'euro in conformità con gli indirizzi e le decisioni del Consiglio direttivo, e di gestire gli affari correnti della BCE.

Il Comitato esecutivo

Mario Draghi Presidente della BCE

Vitor Constâncio Vicepresidente della BCE

Benoît Cœuré Membro del Comitato esecutivo della BCE

Sabine Lautenschläger Membro del Comitato esecutivo della BCE

Yves Mersch Membro del Comitato esecutivo della BCE

Peter Praet Membro del Comitato esecutivo della BCE



Prima fila (da sinistra): Sabine Lautenschläger, Mario Draghi, Vitor Constâncio

Seconda fila (da sinistra): Yves Mersch, Peter Praet, Benoît Cœuré

Il Consiglio generale

Il **Consiglio generale** è composto dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE e dai governatori delle BCN di tutti i 28 Stati membri dell'UE. Il Consiglio generale concorre, tra le sue varie mansioni, all'assolvimento delle funzioni consultive della BCE, alla raccolta di informazioni statistiche, all'elaborazione delle disposizioni

necessarie per uniformare le procedure contabili e di rendiconto riguardanti le operazioni compiute dalle BCN, all'adozione di misure, diverse da quelle previste dal Trattato, relative allo schema per la sottoscrizione del capitale della BCE, e all'elaborazione delle condizioni d'impiego dei dipendenti della BCE.

Il Consiglio generale

Mario Draghi Presidente della BCE

Vítor Constâncio Vicepresidente della BCE

Marek Belka Presidente della Narodowy Bank Polski (fino al 20 giugno 2016)

Josef Bonnici Governatore della Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (fino al 30 giugno 2016)

Mark Carney Governatore della Bank of England

Carlos Costa Governatore del Banco de Portugal

Chrystalla Georghadji Governatore della Central Bank of Cyprus

Adam Glapiński Presidente della Narodowy Bank Polski (dal 21 giugno 2016)

Ardo Hansson Governatore della Eesti Pank

Stefan Ingves Governatore della Sveriges Riksbank

Mugur Constantin Isărescu Governatore della Banca Națională a României

Boštjan Jazbec Governatore della Banka Slovenije

Klaas Knot Presidente della Nederlandsche Bank

Philip R. Lane Governatore della Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland

Erkki Liikanen Governatore della Suomen Pankki – Finlands Bank

Luis M. Linde Governatore del Banco de España

Jozef Makúch Governatore della Národná banka Slovenska

György Matolcsy Governatore della Magyar Nemzeti Bank

Ewald Nowotny Governatore della Oesterreichische Nationalbank

Dimitar Radev Governatore della Българска народна банка (Bulgarian National Bank)

Gaston Reinesch Governatore della Banque centrale du Luxembourg

Ilmārs Rimšēvičs Governatore della Latvijas Banka

Lars Rohde Governatore della Danmarks Nationalbank

Jiří Rusnok Governatore della Česká národní banka (dal 1° luglio 2016)

Miroslav Singer Governatore della Česká národní banka (fino al 30 giugno 2016)

Jan Smets Governatore della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

Yannis Stournaras Governatore della Bank of Greece

Vitas Vasiliauskas Presidente del Consiglio di amministrazione della Lietuvos bankas

Mario Vella Governatore della Bank Ċentrali ta ' Malta / Central Bank of Malta (dal 1° luglio 2016)

François Villeroy de Galhau Governatore della Banque de France

Ignazio Visco Governatore della Banca d'Italia

Boris Vujčić Governatore della Hrvatska narodna banka

Jens Weidmann Presidente della Deutsche Bundesbank

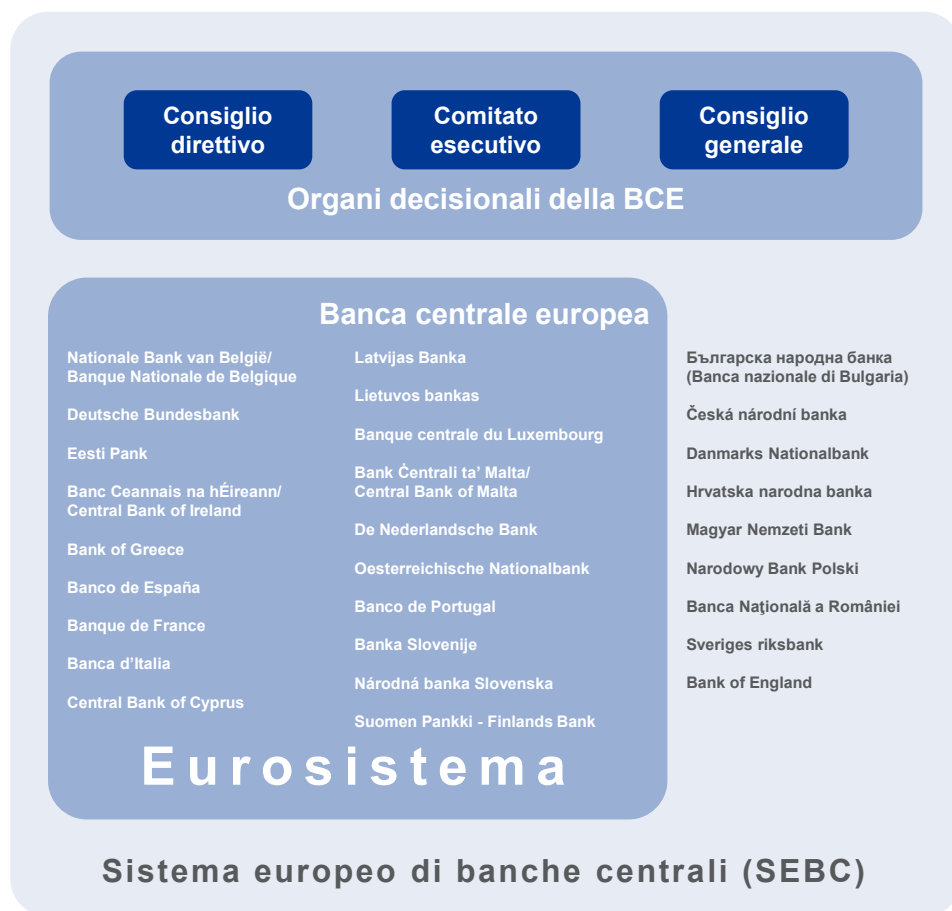


Prima fila (da sinistra): Yannis Stournaras, Carlos Costa, Ewald Nowotny, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Mark Carney, Chrystalla Georghadji, Philip R. Lane

Seconda fila (da sinistra): Ilmārs Rimšēvičs, François Villeroy de Galhau, Jens Weidmann, Erkki Liikanen, Ignazio Visco

Terza fila (da sinistra): Gaston Reinesch, Boštjan Jazbec, Lars Rohde, Ardo Hansson, Klaas Knot, Jan Smets, Jozef Makúch, Vitas Vasiliauskas, Dimitar Radev

Nota: Adam Glapiński, Stefan Ingves, Mugur Constantin Isărescu, Luis M. Linde, György Matolcsy, Jiří Rusnok, Boris Vujčić e Mario Vella non erano presenti quando è stata scattata la fotografia.



La governance interna

Oltre agli organi decisionali, il sistema di governance interna della BCE comprende due comitati di alto livello – il Comitato di audit e il Comitato etico – nonché vari ulteriori livelli di controllo esterni e interni. Il sistema di governance è completato dal quadro etico della BCE, dalla Decisione della BCE¹⁵¹ riguardante le condizioni e le modalità delle indagini per la lotta antifrode, e dal regolamento sull'accesso ai documenti della BCE. In seguito all'istituzione del Meccanismo di vigilanza unico (MVU), le questioni di governance interna hanno acquisito ancora maggior rilievo per la BCE.

Il Comitato di audit

Il Comitato di audit della BCE assiste il Consiglio direttivo prestando consulenza e formulando pareri in merito a: a) integrità delle informazioni finanziarie, b) sorveglianza sui controlli interni, c) rispetto di leggi, regolamenti e codici di condotta

¹⁵¹ Decisione (UE) 2016/456 della Banca centrale europea, del 4 marzo 2016, riguardante le condizioni e le modalità delle indagini dell'Ufficio europeo per la lotta antifrode in seno alla Banca centrale europea in materia di lotta contro le frodi, la corruzione e ogni altra attività illecita lesiva degli interessi finanziari dell'Unione (BCE/2016/3), GU L 79 del 30.3.2016, pag. 34.

applicabili, d) assolvimento delle funzioni di revisione. Il suo [mandato](#) è consultabile sul sito Internet della BCE. Il Comitato di audit è presieduto da Erkki Liikanen e nel 2016 comprendeva altri quattro membri: Vítor Constâncio, Josef Bonnici¹⁵², Patrick Honohan e Ewald Nowotny.

Il Comitato etico

Al fine di assicurare un'adeguata e coerente attuazione dei diversi codici di condotta degli organi coinvolti nei processi decisionali della BCE, il Comitato etico fornisce pareri e orientamenti su questioni etiche ai membri del Consiglio direttivo, del Comitato esecutivo e del Consiglio di vigilanza. Il suo [mandato](#) è consultabile sul sito Internet della BCE. Il Comitato etico è presieduto da Jean-Claude Trichet e comprende altri due membri esterni: Patrick Honohan¹⁵³ e Klaus Liebscher.

Livelli di controllo esterni e interni

Livelli esterni di controllo

Lo Statuto del SEBC prevede due livelli esterni di controllo, quello dei revisori esterni, nominati a rotazione con incarico quinquennale per verificare il bilancio della BCE, e quello della Corte dei conti europea, che esamina l'efficienza operativa della gestione della BCE.

Livelli interni di controllo

La BCE ha un sistema di controlli interni a tre livelli, comprendente: a) controlli sulla gestione, b) varie funzioni di sorveglianza dei rischi e della conformità, c) garanzia di revisione indipendente.

La struttura di controllo interno della BCE si fonda su un approccio funzionale per cui ciascuna unità organizzativa (Sezione, Divisione, Direzione o Direzione generale) ha la responsabilità primaria di gestire i propri rischi, nonché di assicurare l'efficacia e l'efficienza delle proprie attività.

La funzione di sorveglianza prevede meccanismi di sorveglianza e processi efficaci per ottenere un controllo adeguato dei rischi finanziari e operativi, nonché dei rischi reputazionali e di condotta. Tali funzioni di controllo di secondo livello sono svolte dalle funzioni interne della BCE (quali la funzione di bilancio e controllo, le funzioni di gestione dei rischi finanziari e operativi, la funzione di assicurazione della qualità per la vigilanza bancaria o la funzione di conformità) e/o – ove rilevanti – dai comitati dell'Eurosistema/SEBC (ad es. il Comitato per lo sviluppo organizzativo, il Comitato per la gestione dei rischi e il Comitato per il bilancio preventivo).

¹⁵² Dal 1° dicembre 2016, sostituisce Hans Tietmeyer.

¹⁵³ Dal 1° agosto 2016, sostituisce Hans Tietmeyer.

In aggiunta, e indipendentemente dalla struttura di controllo interno e dal monitoraggio dei rischi della BCE, gli incarichi di revisione sono svolti dalla funzione di revisione interna su mandato diretto del Comitato esecutivo, in conformità con lo Statuto dei revisori della BCE. Le attività di revisione interna della BCE sono conformi agli standard internazionali di pratica professionale dell'Institute of Internal Auditors. Inoltre, il Comitato dei revisori interni, composto da esperti della materia provenienti dalla BCE, dalle BCN e dalle autorità nazionali competenti, concorre al raggiungimento degli obiettivi dell'Eurosistema/SEBC e dell'MVU.

Il quadro etico della BCE

Il quadro etico della BCE è costituito dal Codice di condotta per i membri del Consiglio direttivo, dal Codice supplementare di criteri deontologici per i membri del Comitato esecutivo, dal Codice di condotta per i membri del Consiglio di vigilanza e dalle norme sul personale della BCE. Il quadro etico definisce le regole deontologiche e i principi guida per assicurare il massimo livello di integrità, competenza, efficienza e trasparenza nell'esercizio delle funzioni della BCE. Il codice comprende, tra l'altro, disposizioni dettagliate sulla prevenzione e la gestione di potenziali conflitti di interesse; restrizioni, obblighi di comunicazione e un sistema di controllo delle operazioni finanziarie private; le regole sul periodo di incompatibilità (cooling-off) relative all'esercizio dell'attività professionale immediatamente successivo all'impiego presso la BCE, e regole dettagliate sulle attività esterne e i rapporti con soggetti esterni.

Misure antifrode/antiriciclaggio

Nel 1999, il Parlamento europeo e il Consiglio dell'UE hanno adottato un regolamento¹⁵⁴ per consentire, tra l'altro, lo svolgimento di indagini interne da parte dell'Ufficio europeo per la lotta antifrode (OLAF) su casi sospetti di frode presso le istituzioni, gli organi, gli uffici e le agenzie dell'UE. Nel 2016¹⁵⁵ il Consiglio direttivo ha rivisto il quadro normativo, approvato nel 2004, riguardante le modalità e le condizioni per le indagini dell'OLAF sulla BCE in merito alla prevenzione delle frodi, della corruzione e di qualsiasi altra attività illecita. Inoltre, nel 2007 la BCE ha istituito gli schemi interni contro il riciclaggio di denaro di provenienza illecita (anti-money laundering, AML) e il finanziamento del terrorismo (counter-terrorist financing, CTF). Un sistema di segnalazione interno integra il quadro AML/CTF della BCE per garantire che tutte le informazioni rilevanti siano raccolte in modo sistematico e debitamente comunicate al Comitato esecutivo.

¹⁵⁴ Regolamento (CE) n. 1073/1999 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 maggio 1999 relativo alle indagini svolte dall'Ufficio europeo per la lotta antifrode (OLAF), GU L 136 del 31.5.1999, pag. 1.

¹⁵⁵ Decisione (UE) 2016/456 della Banca centrale europea del 4 marzo 2016 riguardante le condizioni e le modalità delle indagini dell'Ufficio europeo per la lotta antifrode in seno alla Banca centrale europea in materia di lotta contro le frodi, la corruzione e ogni altra attività illecita lesiva degli interessi finanziari dell'Unione (BCE/2016/3), GU L 79 del 30.3.2016, pag. 34.

Accesso ai documenti della BCE

La decisione della BCE relativa all'accesso del pubblico ai documenti¹⁵⁶ della BCE è coerente con gli obiettivi e i criteri applicati dagli altri organi e istituzioni dell'UE in merito all'accesso del pubblico ai rispettivi documenti. Tale decisione accresce la trasparenza, preservando nel contempo l'indipendenza della BCE e delle BCN e garantendo la riservatezza di talune materie concernenti l'esercizio delle funzioni della BCE. In ragione delle nuove responsabilità della BCE in materia di vigilanza bancaria, il numero e la complessità delle richieste di accesso ai documenti da parte di cittadini e autorità nazionali è significativamente aumentato.

Nell'ambito dell'impegno in materia di trasparenza e responsabilità per il proprio operato, la BCE ha deciso di rendere noti, a partire da febbraio 2016 e con un ritardo di tre mesi, i calendari degli impegni di tutti i membri del Comitato esecutivo e del Presidente del Consiglio di vigilanza.

Ufficio di conformità e governance

L'Ufficio di conformità e governance (CGO), che riferisce direttamente al Presidente della BCE, coadiuva il Comitato esecutivo nel preservare l'integrità e la reputazione della BCE, promuove standard di comportamento etico e rafforza la trasparenza e la responsabilità per l'operato della BCE. Inoltre, per accrescere la coerenza complessiva e l'efficacia dell'assetto di governance interna della BCE, il CGO svolge la funzione di segretariato per il Comitato di audit e per il Comitato etico e funge da punto di contatto per il Mediatore europeo e per l'OLAF.

¹⁵⁶ Decisione BCE/2004/3 del 4 marzo 2004 relativa all'accesso del pubblico ai documenti della Banca centrale europea, GU L 80 del 18.3.2004, pag. 42.

2 Comitati dell'Eurosistema/SEBC

I comitati dell'Eurosistema/SEBC hanno continuato a svolgere un importante ruolo di supporto agli organi decisionali della BCE nell'espletamento dei loro compiti. Su richiesta sia del Consiglio direttivo sia del Comitato esecutivo, i comitati hanno fornito consulenze nei rispettivi settori di competenza, agevolando il processo decisionale. La partecipazione ai comitati è generalmente riservata al personale delle banche centrali dell'Eurosistema. Tuttavia, le BCN degli Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro partecipano alle riunioni ogniqualvolta sono esaminate questioni di competenza del Consiglio generale. Inoltre, alcuni comitati si riuniscono nella composizione propria dell'MVU (ossia un membro della banca centrale e un membro dell'autorità nazionale competente di ciascuno Stato membro partecipante) quando assistono la BCE in materia di vigilanza prudenziale degli istituti di credito. Ove appropriato, possono essere invitati i rappresentanti di altri organi competenti.

Comitati dell'Eurosistema/SEBC, Comitato per il bilancio preventivo, Conferenza per le risorse umane e loro presidenti (1° gennaio 2017)

Comitato per le questioni contabili e il reddito monetario (AMICO) Roberto Schiavi	Comitato per le operazioni di mercato (MOC) Ulrich Bindseil
Comitato per le banconote (BANCO) Ton Roos	Comitato per la politica monetaria (MPC) Wolfgang Schill
Comitato per il controllo (COMCO) Nathalie Aufferre	Comitato per lo sviluppo organizzativo (ODC) Steven Keuning
Comitato per le comunicazioni dell'Eurosistema/SEBC Christine Graeff	Comitato per le infrastrutture di mercato e i pagamenti (MIPC) Marc Bayle
Comitato per la stabilità finanziaria (FSC) Vitor Constâncio	Comitato per la gestione dei rischi (RMC) Carlos Bernadell
Comitato per le tecnologie informatiche (ITC) Koenraad de Geest	Comitato per le statistiche (STC) Aurel Schubert
Comitato dei revisori interni (IAC) Klaus Gressenbauer	Comitato per il bilancio preventivo (BUCOM) Sharon Donnelly
Comitato per le relazioni internazionali (IRC) Frank Moss	Conferenza per le risorse umane (HRC) Anne-Sylvie Catherin
Comitato legale (LEGCO) Chiara Zilioli	

Esistono altri due comitati. Il Comitato per il bilancio preventivo assiste il Consiglio direttivo nelle questioni inerenti al bilancio della BCE. La Conferenza per le risorse umane è un consesso per lo scambio di esperienze, competenze e informazioni tra le banche centrali dell'Eurosistema/SEBC nell'ambito della gestione delle risorse umane.

3 Sviluppi organizzativi e delle risorse umane

ORGANIGRAMMA DELLA BCE (1° gennaio 2017)



1) Risponde al Comitato esecutivo tramite il Presidente.

2) Risponde al Presidente della BCE in quanto Presidente del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS).

3) Include la funzione di protezione dei dati.

4) Segretario del Comitato esecutivo, del Consiglio direttivo e del Consiglio generale.

5) Risponde sulle questioni di conformità al Comitato esecutivo tramite il Presidente.

Le risorse umane della BCE

A gennaio 2016 è stata creata la figura del Responsabile generale dei servizi (Chief Services Officer - CSO) per rafforzare ulteriormente l'eccellenza operativa e di analisi, migliorare l'efficienza organizzativa e agevolare il coordinamento e l'orientamento delle funzioni di supporto alle esigenze della BCE nel suo complesso. Inoltre il CSO, cui fanno capo questioni attinenti a servizi amministrativi e informatici, ha stabilito come priorità lo sviluppo di un processo di pianificazione strategica più integrata, per favorire ulteriormente la collaborazione tra le diverse funzioni del CSO e tutte le altre aree di attività.

La creazione, ad aprile 2016, di una nuova funzione incaricata di gestire tutte le questioni finanziarie ha permesso alla funzione risorse umane ristrutturata di concentrarsi sulla fornitura di servizi del personale di elevata qualità, consentendo così al personale della BCE di sviluppare il proprio potenziale in una struttura organizzativa moderna e snella. Attrarre e trattenere personale capace, e gestirne le prestazioni, è una priorità; inoltre, la funzione risorse umane della BCE dedica particolare attenzione a garantire la salute e il benessere dei propri dipendenti.

Nel corso del 2016 sono state gettate le basi per migliorare la funzione strategica di Business Partnering, al fine di rafforzare l'approccio adottato dalla BCE nella gestione delle questioni inerenti la sfera del personale e di tradurre i requisiti operativi in termini di politiche delle risorse umane.

Tra le priorità della funzione risorse umane della BCE per il 2016 vi sono state anche il rafforzamento della capacità dell'istituzione di gestire il talento e sviluppare capacità di leadership, insieme alla promozione di una cultura dell'eccellenza in termini di etica professionale e sostenibilità organizzativa a lungo termine. Particolare attenzione è stata dedicata allo sviluppo di un programma di crescita del talento dirigenziale (Leadership Growth Programme), che sarà messo in atto progressivamente nel corso del 2017 e del 2018, all'implementazione di un programma per una "leadership sana" (healthy leadership), e al sostegno all'Ufficio di conformità e governance recentemente istituito per lo sviluppo delle attività di formazione etica obbligatoria.

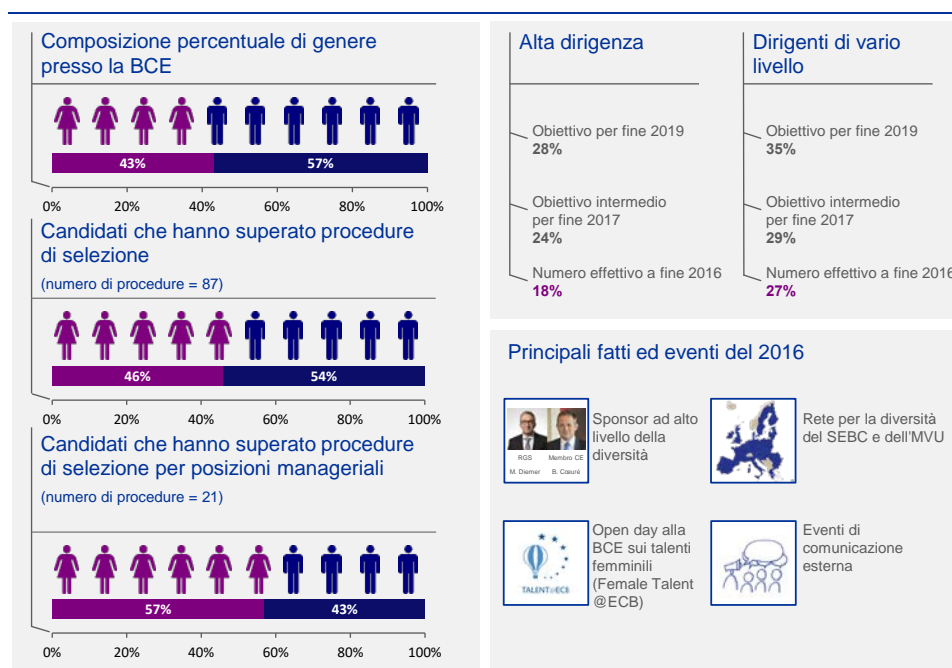
Inoltre, sono state attuate una serie di iniziative inerenti le risorse umane volte al rafforzamento della funzione di vigilanza bancaria europea, tra cui: l'ulteriore sviluppo strategico di un programma di formazione sulla vigilanza, comune a tutto il sistema del Meccanismo di vigilanza unico (frequentato da oltre 1.900 partecipanti); l'organizzazione di 28 eventi di team building per consolidare la collaborazione internazionale all'interno dei Gruppi di vigilanza congiunti e la riuscita integrazione del primo gruppo di 33 giovani laureati selezionati per il programma di tirocinio nell'ambito della vigilanza bancaria europea, i quali hanno completato con successo i corsi di orientamento e formazione e i propri incarichi presso le autorità nazionali competenti.

Nel 2016 la BCE ha continuato a promuovere la diversità di genere, soprattutto a livello dirigenziale. Avendo già raggiunto alla fine del 2016 una quota del 27 per cento di donne in posizioni dirigenziali e del 18 per cento di donne in posizioni

dirigenziali senior, la BCE si sta impegnando per raggiungere i propri obiettivi intermedi e finali di genere rispettivamente entro il 2017 e il 2019 (cfr. figura 3). Con l'introduzione a giugno 2013 degli obiettivi di genere e di un piano d'azione dedicato, la questione della diversità di genere è una priorità all'ordine del giorno della BCE, allo scopo di identificare, attrarre e sviluppare il talento femminile. Inoltre, nel 2016 la BCE ha adottato ulteriori misure a favore della diversità di genere, tra cui: una sponsorizzazione di alto livello da parte del membro del Comitato esecutivo della BCE e del CSO, un Open Day sul talento femminile dedicata agli studenti universitari e l'istituzione di una Rete per la Diversità del SEBC e dell'MVU.

Oltre alla diversità di genere, la BCE è impegnata nel promuovere ogni altro aspetto della diversità, al fine di creare una cultura di lavoro inclusiva basata sulla condivisione delle responsabilità tra soggetti patrocinanti, Ambasciatori della Diversità della BCE, DG Risorse Umane, la più ampia comunità dirigenziale e le reti per la diversità esistenti, quali la Rete Donna, la Rete Arcobaleno e il Gruppo etnico e culturale della BCE.

Figura 3
Obiettivi di genere e di livello alla BCE (dati al 31 dicembre 2016)



Fonte: BCE.

Al 31 dicembre 2016 la BCE aveva un organico approvato di 2.898,5 unità equivalenti a tempo pieno, a fronte di 2.650 unità alla fine del 2015. L'organico effettivo della BCE risultava pari a 3.171 unità equivalenti a tempo pieno (rispetto a 2.871 al 31 dicembre 2015)¹⁵⁷. Nel 2016 sono stati offerti in totale 208 nuovi contratti a tempo determinato (convertibili o meno in contratti a tempo indeterminato) e 304

¹⁵⁷ Oltre ai contratti basati su posizioni equivalenti a tempo pieno, la cifra include i contratti a breve termine concessi a personale distaccato dalle BCN e da organizzazioni internazionali e i contratti dei partecipanti al Graduate Programme.

contratti a breve termine, in aggiunta ad alcune estensioni di contratto per coprire assenze di personale inferiori a un anno. Nel corso del 2016 la BCE ha continuato a offrire contratti a breve termine per periodi fino a 36 mesi a personale proveniente da BCN e organizzazioni internazionali. Il 31 dicembre 2016 lavoravano alla BCE con varie funzioni 250 dipendenti di BCN e organizzazioni internazionali, l'11 per cento in più rispetto alla fine del 2015. A settembre 2016 la BCE ha accolto 14 partecipanti nell'ambito dell'undicesima edizione del suo Graduate Programme e al 31 dicembre 2016 la BCE ospitava 320 tirocinanti (il 17 per cento in più rispetto al 2015). Inoltre, la BCE ha assegnato cinque borse di ricerca nell'ambito del Wim Duisenberg Research Fellowship Programme, aperto a economisti di spicco, e altre sei borse a giovani ricercatori nell'ambito del Lamfalussy Fellowship Programme.

Mentre si osserva a livello complessivo un leggero incremento del numero di dipendenti, nel 2016 hanno lasciato la BCE per dimissioni o pensionamento 56 dipendenti con contratto a tempo determinato o indeterminato (3 in più rispetto al 2015) e nel corso dello stesso anno sono giunti a scadenza 317 contratti a breve termine.

Bilancio

2016

Relazione sulla gestione per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2016	A 2
Bilancio della BCE	A 19
Stato patrimoniale al 31 dicembre 2016	A 19
Conto economico per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2016	A 21
Criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio	A 22
Note allo stato patrimoniale	A 31
Operazioni "fuori bilancio"	A 49
Note al conto economico	A 52
Relazione del revisore	A 59
Nota sulla distribuzione degli utili / ripartizione delle perdite	A 63

Relazione sulla gestione per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2016

1 Finalità della relazione sulla gestione della 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 SEBC, comprendono l'attuazione della politica monetaria dell'Unione europea (UE), la conduzione delle operazioni in cambi, la gestione delle riserve ufficiali dei paesi dell'area dell'euro e la promozione del regolare funzionamento del sistema dei pagamenti.

Inoltre, la BCE è 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.

Poiché le attività e le operazioni della BCE sono condotte per sostenere i suoi obiettivi di policy, il risultato economico della Banca va considerato in quest'ottica. A tale riguardo, la relazione sulla gestione è parte integrante del bilancio della BCE, in quanto fornisce informazioni di contesto circa l'attività della Banca e l'impatto delle operazioni e delle attività fondamentali sui suoi rischi e sul bilancio¹.

La relazione inoltre offre informazioni sulle risorse finanziarie della BCE e sui principali processi connessi alla redazione del suo bilancio.

2 Processi e funzioni fondamentali

I processi interni della BCE assicurano la qualità e l'accuratezza delle informazioni presentate nel bilancio. Inoltre, all'attuazione delle decisioni di policy contribuiscono diverse funzioni fondamentali, che influiscono significativamente sugli importi rilevati.

2.1 Controlli interni alle unità organizzative

Nell'ambito della struttura di controllo interno della BCE, ogni area funzionale è preposta alla gestione dei rischi operativi che le pertengono e all'attuazione di controlli, al fine di assicurare l'efficacia e l'efficienza delle proprie attività nonché l'accuratezza delle informazioni incluse nel bilancio della BCE. Anche la competenza

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.

e la responsabilità per l'attuazione del budget ricadono in primo luogo sulle singole aree funzionali.

2.2 Processi relativi al budget

In seno alla Direzione Generale Finanza, la Divisione Bilancio di previsione e controllo (BCO) imposta, predispone e monitora il budget in linea con le priorità strategiche decise dal Consiglio direttivo e dal Comitato esecutivo. Questi compiti sono assolti in collaborazione con le aree funzionali, applicando però il principio di separazione². Inoltre, la Divisione BCO svolge le funzioni di pianificazione e controllo delle risorse, analisi costi-benefici e analisi degli investimenti per i progetti della BCE e contribuisce a questi processi per i progetti del SEBC, in linea con l'assetto stabilito. La spesa a fronte del budget viene monitorata a intervalli regolari dal Comitato esecutivo, tenendo conto del parere della Divisione BCO in base alle indicazioni del Responsabile generale dei servizi (Chief Services Officer, CSO), e dal Consiglio direttivo con l'ausilio del Comitato per il bilancio preventivo (Budget Committee, BUCOM). Ai sensi dell'articolo 15 del Regolamento interno della BCE, il BUCOM assiste il Consiglio direttivo valutando le proposte di bilancio previsionale della BCE e le richieste di stanziamenti supplementari di bilancio da parte del Comitato esecutivo, prima dell'inoltro per approvazione al Consiglio direttivo.

2.3 Gestione di portafoglio

La BCE detiene titoli denominati in euro acquisiti per finalità di politica monetaria nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari (Securities Markets Programme, SMP), del Programma di acquisto di titoli garantiti da attività (asset-backed securities purchase programme, ABSPP), del Programma di acquisto per il settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP) e dei tre Programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite (covered bond purchase programme, CBPP)³. L'obiettivo dei programmi⁴ è allentare ulteriormente le condizioni monetarie e finanziarie, contribuendo in tal modo a un ritorno dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Nell'ambito di questi programmi, gli acquisti sono effettuati in base alle decisioni del Consiglio direttivo sul volume mensile complessivo dell'Eurosistema e sono soggetti a criteri di idoneità prestabiliti.

La BCE ha inoltre un portafoglio relativo alle riserve ufficiali, composto da dollari statunitensi, yen giapponesi, oro e diritti speciali di prelievo, e un portafoglio di investimento in euro detenuto a fronte dei fondi propri.

² Il principio di separazione si riferisce all'obbligo stabilito nel regolamento sull'MVU in base al quale la BCE deve assolvere le funzioni di vigilanza senza recare pregiudizio ai compiti di politica monetaria e a qualsiasi altro compito e separandole da questi ultimi.

³ La BCE non detiene attività acquisite nel quadro del Programma di acquisto per il settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP), avviato l'8 giugno 2016. Gli acquisti del CSPP sono eseguiti da sei BCN per conto dell'Eurosistema.

⁴ Attualmente, la BCE acquista titoli nell'ambito del terzo CBPP, dell'ABSPP e del PSPP. Per quanto concerne i primi due CBPP e l'SMP, gli acquisti si sono conclusi.

Le riserve ufficiali della BCE servono a finanziare eventuali interventi sul mercato dei cambi. Tale utilizzo determina gli obiettivi generali di gestione del portafoglio, che in ordine di priorità sono: liquidità, sicurezza e rendimento. L'investimento delle riserve ufficiali della BCE è di competenza della funzione centrale di gestione dei rischi, mentre le operazioni di investimento sono condotte in maniera decentrata. Per i portafogli in dollari statunitensi e yen giapponesi, il Consiglio direttivo decide un benchmark strategico su proposta della funzione di gestione dei rischi della BCE. In seguito, i gestori dei portafogli della BCE elaborano dei benchmark tattici. Sulla base dei benchmark, i gestori dei portafogli presso le banche centrali nazionali (BCN) effettuano concretamente le operazioni.

Il portafoglio di attività denominate in euro costituito a fronte dei fondi propri della BCE è detenuto per fornire un reddito che contribuisca a finanziare le spese operative della Banca non connesse alle funzioni di vigilanza⁵. In tale contesto, l'obiettivo di gestione del portafoglio è massimizzare il rendimento, condizionatamente a una serie di limiti di rischio.

Inoltre, i fondi relativi ai piani pensionistici della BCE sono investiti in un portafoglio a gestione esterna.

2.4 Funzioni di supervisione sui rischi finanziari

La Direzione Gestione dei rischi della BCE propone le strategie e le procedure atte ad assicurare un adeguato livello di protezione della BCE dai rischi finanziari connessi ai portafogli dei titoli detenuti per finalità di politica monetaria, al portafoglio relativo alle riserve ufficiali e al portafoglio di investimento in euro detenuto a fronte dei fondi propri. Il Comitato per la gestione dei rischi (Risk Management Committee, RMC), che riunisce esperti delle banche centrali dell'Eurosistema, coadiuva gli organi decisionali nell'assicurare un adeguato livello di protezione per l'Eurosistema, compresa la BCE. Tale obiettivo è conseguito tramite la gestione e il controllo dei rischi finanziari derivanti dalle operazioni di mercato. Per quanto riguarda queste attività, l'RMC contribuisce fra l'altro al monitoraggio, alla misurazione e alla rendicontazione dei rischi finanziari nel bilancio dell'Eurosistema, compresa la BCE, e alla definizione e revisione dei modelli e delle metodologie applicabili.

2.5 Redazione del bilancio della BCE

Il bilancio della BCE è predisposto secondo i principi stabiliti dal Consiglio direttivo. Il grafico seguente ne illustra il processo di produzione e approvazione prima della pubblicazione.

⁵ Le spese sostenute dalla BCE nell'assolvimento dei compiti di vigilanza sono recuperate tramite i contributi annuali a carico dei soggetti vigilati.



In seno alla Direzione Generale Finanza, la Divisione Reporting finanziario ha il compito di redigere il bilancio in collaborazione con le altre aree funzionali e di assicurare che tutta la relativa documentazione sia resa disponibile tempestivamente ai revisori e agli organi decisionali.

Il bilancio della BCE è verificato da revisori esterni indipendenti, designati su raccomandazione del Consiglio direttivo e approvati dal Consiglio dell'UE⁶. È responsabilità dei revisori esterni esprimere un parere che indichi se il bilancio rappresenti in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della BCE e il risultato economico, conformemente ai criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio definiti dal Consiglio direttivo. A tale riguardo, i revisori esterni esaminano i libri e i documenti contabili della BCE, verificano l'adeguatezza dei controlli interni applicati alla redazione e alla presentazione del bilancio e valutano l'idoneità dei principi contabili adottati.

La rendicontazione contabile e il bilancio della BCE possono essere soggetti anche a revisione interna. Tutti i rapporti della Direzione Revisione interna, che possono includere raccomandazioni rivolte alle aree funzionali interessate, sono presentati al Comitato esecutivo.

Il Comitato per la gestione delle attività e passività (Assets and Liabilities Committee, ALCO), composto da rappresentanti di varie aree funzionali della BCE, monitora sistematicamente e valuta l'insieme dei fattori suscettibili di esercitare un impatto sullo stato patrimoniale e sul conto economico della BCE. Esso svolge un esame del bilancio e della relativa documentazione prima che siano trasmessi al Comitato esecutivo per approvazione.

In seguito all'autorizzazione del Comitato esecutivo, il bilancio, unitamente al parere dei revisori esterni e all'insieme della documentazione pertinente, è sottoposto all'esame del Comitato di audit⁷ e quindi al Consiglio direttivo per l'approvazione finale. Il Comitato di audit assiste il Consiglio direttivo in relazione alle sue responsabilità per quanto concerne, fra l'altro, l'integrità delle informazioni finanziarie e la supervisione sui controlli interni. In tale contesto, il Comitato di audit esamina il bilancio della BCE e valuta se esso offra una rappresentazione veritiera e corretta e se sia stato redatto in conformità alle norme contabili approvate. Inoltre, analizza qualsiasi questione significativa di contabilità o di reporting finanziario che possa avere un impatto sul bilancio della BCE.

⁶ Per dare maggiori garanzie in merito all'indipendenza dei revisori esterni della BCE, si applica il principio della rotazione della società di revisione ogni cinque anni.

⁷ Il Comitato di audit è composto da cinque membri: il Vicepresidente della BCE, due governatori di grande esperienza scelti nell'ambito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro e due membri esterni, selezionati fra alti funzionari che abbiano maturato esperienza in attività di banca centrale.

Il bilancio della BCE, la relazione sulla gestione e la nota sulla distribuzione degli utili/ ripartizione delle perdite sono approvati dal Consiglio direttivo a febbraio di ogni anno e pubblicati contestualmente, insieme alla relazione del revisore.

3 Gestione dei rischi

La gestione dei rischi rappresenta una parte critica delle attività della BCE e viene condotta attraverso un processo continuo di individuazione, valutazione, mitigazione e monitoraggio. La tavola seguente riporta i principali rischi a cui la BCE è esposta, indicando per ciascuno di essi le fonti e i sistemi di controllo applicabili. Le sezioni successive forniscono ulteriori dettagli.

Esposizione della BCE ai rischi

Rischio	Componente	Tipo di rischio	Fonte di rischio	Sistema di controllo dei rischi
Rischio di credito ¹		Rischio di default	<ul style="list-style-type: none"> riserve ufficiali portafoglio di investimento denominato in euro titoli detenuti per finalità di politica monetaria 	<ul style="list-style-type: none"> criteri di idoneità limiti alle esposizioni diversificazione costituzione di garanzie monitoraggio dei rischi finanziari
		Rischio di migrazione	<ul style="list-style-type: none"> riserve ufficiali portafoglio di investimento denominato in euro 	
Rischi finanziari		Rischi di cambio e di prezzo delle materie prime ²	<ul style="list-style-type: none"> riserve ufficiali disponibilità in oro 	<ul style="list-style-type: none"> diversificazione conti di rivalutazione monitoraggio dei rischi finanziari
	Rischio di mercato	Rischio di tasso di interesse ³	<ul style="list-style-type: none"> riserve ufficiali portafoglio di investimento denominato in euro <hr/> <ul style="list-style-type: none"> Stato patrimoniale complessivo della BCE 	<ul style="list-style-type: none"> limiti al rischio di mercato strategie di composizione delle attività conti di rivalutazione monitoraggio dei rischi finanziari <hr/> <ul style="list-style-type: none"> strategie di composizione delle attività monitoraggio dei rischi finanziari
		a) diminuzione del valore di mercato		
	b) riduzione degli interessi attivi netti			
	Rischio di liquidità ⁴		<ul style="list-style-type: none"> riserve ufficiali 	<ul style="list-style-type: none"> strategie di composizione delle attività limiti alla liquidità monitoraggio dei rischi finanziari
	Rischio operativo ⁵		<ul style="list-style-type: none"> forza lavoro, processi di selezione e assunzione e politiche per le risorse umane governance interna e processi operativi sistemi eventi esterni 	<ul style="list-style-type: none"> individuare, valutare, segnalare, monitorare i rischi operativi e definire piani di risposta sistema di gestione del rischio operativo inclusa una strategia di tolleranza al rischio quadro di riferimento per la continuità operativa sistema di gestione delle crisi

1) Il **rischio di credito** è il rischio di subire perdite finanziarie in seguito a un "default", ossia al mancato soddisfacimento delle proprie obbligazioni finanziarie da parte di un debitore (controparte o emittente) nei tempi previsti, oppure a una riduzione del prezzo delle attività finanziarie a causa di un deterioramento della loro qualità creditizia e del rating.

2) I **rischi di cambio e di prezzo delle materie prime** sono i rischi di subire perdite finanziarie (a) sulle posizioni denominate in valuta estera a seguito di oscillazioni dei tassi di cambio o (b) sulle consistenze in materie prime a causa delle variazioni del loro prezzo di mercato.

3) Il **rischio di tasso di interesse** è il rischio di subire perdite finanziarie a seguito di variazioni avverse dei tassi di interesse che inducono (a) una riduzione del prezzo di mercato degli strumenti finanziari o (b) un effetto negativo sugli interessi attivi netti.

4) Il **rischio di liquidità** è il rischio di subire perdite finanziarie connesse all'impossibilità di liquidare un'attività al valore di mercato corrente in tempi adeguati.

5) Il **rischio operativo** è il rischio di subire un impatto negativo sul patrimonio, sui compiti 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).

3.1 Rischi finanziari

I rischi finanziari emergono in relazione alle principali funzioni della BCE e alle connesse esposizioni. La BCE decide l'allocazione delle proprie attività e applica idonei modelli di gestione dei rischi, tenendo conto degli obiettivi e delle finalità dei

vari portafogli e delle esposizioni finanziarie, nonché delle preferenze in termini di esposizione formulate dagli organi decisionali della BCE.

Per la quantificazione dei rischi finanziari è possibile ricorrere a una varietà di misure di rischio; la BCE applica tecniche di stima messe a punto internamente che si avvalgono di uno schema di simulazione congiunta dei rischi di mercato e di credito. I modelli, le tecniche e le ipotesi adottati per la misurazione dei rischi attingono dagli standard e dai dati di mercato disponibili.

Al fine di ottenere una valutazione complessiva dei potenziali eventi di rischio che si potrebbero verificare con diverse frequenze e gravità di impatto e di evitare il ricorso a una sola misura di rischio, la BCE utilizza in prevalenza due tipi di misure statistiche, il valore a rischio (VaR) e l'expected shortfall (ES)⁸, stimati per diversi livelli di confidenza su un orizzonte di un anno. Queste misure non tengono conto (1) del rischio di liquidità dei portafogli della BCE, in particolare di quello delle riserve ufficiali, né (2) del rischio a lungo termine di riduzione degli interessi attivi netti percepiti dalla BCE. Per questa ragione, e per comprendere meglio e integrare tali stime statistiche di rischio, la BCE effettua regolarmente anche analisi di sensitività e degli scenari di stress, nonché proiezioni di più lungo periodo delle esposizioni e del reddito.

Al 31 dicembre 2016 i rischi finanziari per l'insieme dei portafogli della BCE misurati dal VaR con un livello di confidenza del 95 per cento su un orizzonte di un anno ammontano a 10,6 miliardi di euro, importo che supera di 0,6 miliardi di euro la stima dei rischi al 31 dicembre 2015. Tale incremento è dovuto principalmente all'aumento del valore delle consistenze in oro della BCE imputabile al rialzo del prezzo nel 2016. Il rischio aggiuntivo è mitigato dall'incremento dei rispettivi conti di rivalutazione.

3.1.1 Rischio di credito

I meccanismi di controllo dei rischi e i limiti di esposizione applicati dalla BCE per gestire il proprio profilo di rischio di credito differiscono a seconda del tipo di operazione, riflettendo gli obiettivi di policy o di investimento dei vari portafogli e le tipologie di rischio delle attività sottostanti.

Le riserve ufficiali della BCE sono investite in attività di elevata qualità creditizia e, di conseguenza, comportano un rischio di credito basso.

L'obiettivo del portafoglio in euro detenuto a fronte dei fondi propri è fornire alla BCE un reddito che contribuisca a finanziare le spese operative non connesse alle funzioni di vigilanza preservando il capitale investito. In questo caso le considerazioni di rendimento hanno quindi un peso relativamente maggiore

⁸ Si definisce valore a rischio la perdita massima che, sulla base di un modello statistico, si potrebbe subire con una data probabilità (livello di confidenza). L'expected shortfall è la perdita media ponderata per la probabilità in alcuni scenari che supera la soglia determinata dal VaR con un dato livello di confidenza.

nell'allocazione delle attività e nel modello di controllo dei rischi rispetto al peso che assumono per il portafoglio relativo alle riserve ufficiali della BCE. Il rischio di credito in relazione a tali consistenze viene nondimeno mantenuto su livelli bassi.

I titoli acquistati per finalità di politica monetaria sono valutati al costo ammortizzato tenendo conto di eventuali riduzioni durevoli di valore; pertanto, il rischio di migrazione associato a tali attività non incide direttamente sul bilancio della BCE. Tuttavia questi titoli continuano a essere soggetti al rischio di default, mantenuto entro i livelli di tolleranza della BCE grazie alle tecniche di gestione dei rischi applicate.

3.1.2 Rischio di mercato

Le principali tipologie di rischio di mercato alle quali è esposta la BCE, nella gestione delle proprie attività, sono rappresentate dai rischi di cambio e di prezzo delle materie prime (oro). La BCE è altresì esposta al rischio di tasso di interesse.

Rischi di cambio e di prezzo delle materie prime

I rischi di cambio e di prezzo delle materie prime sono predominanti nel profilo di rischio finanziario della BCE. Ciò è dovuto sia all'entità delle riserve ufficiali (costituite perlopiù da dollari statunitensi) e delle disponibilità in oro, sia all'elevata volatilità dei cambi e del prezzo dell'oro.

Dato il ruolo che l'oro e le riserve ufficiali rivestono nella conduzione delle sue politiche, la BCE non cerca di annullare i rischi di cambio e di prezzo dell'oro. Tali rischi sono di fatto mitigati dalla diversificazione delle attività su una serie di valute e sull'oro.

In linea con le norme vigenti nell'Eurosistema i conti di rivalutazione dell'oro e del dollaro statunitense, che ammontano rispettivamente a 13,9 miliardi e 12,0 miliardi di euro al 31 dicembre 2016 (11,9 miliardi e 10,6 miliardi nel 2015), possono essere utilizzati per assorbire l'impatto di future oscillazioni sfavorevoli del prezzo dell'oro e del tasso di cambio del dollaro, in modo da mitigare o persino evitare ripercussioni sul conto economico della BCE.

Rischio di tasso di interesse

Il portafoglio relativo alle riserve ufficiali e il portafoglio in euro detenuto a fronte dei fondi propri della BCE sono investiti principalmente in titoli a reddito fisso, che sono valutati ai prezzi di mercato e sono pertanto soggetti a rischi di mercato derivanti da movimenti del tasso di interesse. Questo rischio di tasso di interesse connesso alla valutazione ai prezzi di mercato (mark-to-market) è gestito attraverso politiche di allocazione delle attività e limiti al rischio di mercato.

Il rischio di tasso di interesse connesso alle riserve ufficiali della BCE è contenuto, poiché queste sono investite soprattutto in attività con scadenze relativamente brevi, al fine di preservare in ogni momento il valore di mercato delle riserve, detenute per eventuali interventi sul mercato. Poiché tale obiettivo non è prioritario per il portafoglio in euro detenuto a fronte dei fondi propri, le attività in cui è investito hanno in genere scadenze più lunghe e il rischio di tasso di interesse è più alto, ancorché limitato.

La BCE è esposta anche al rischio di disallineamento fra il tasso di interesse percepito sulle sue attività e quello dovuto sulle sue passività, il che influisce sugli interessi attivi netti. Questo rischio non è connesso direttamente a un particolare portafoglio, ma è legato piuttosto alla struttura complessiva dello stato patrimoniale della BCE, e in particolare ai disallineamenti di scadenze e rendimenti fra attività e passività. Subordinatamente a considerazioni di politica monetaria, i rischi di questo tipo sono gestiti attraverso le strategie di allocazione delle attività, ivi comprese le politiche e le procedure tese ad assicurare che gli acquisti siano condotti a prezzi adeguati. Sono inoltre mitigati dalla presenza di passività non remunerate nello stato patrimoniale della BCE.

La BCE esegue un monitoraggio di tale rischio svolgendo un'analisi prospettica della propria redditività, dalla quale emerge che la Banca dovrebbe continuare a registrare un risultato positivo per gli interessi attivi netti nei prossimi esercizi, nonostante la quota crescente, nello stato patrimoniale, di attività con bassi rendimenti e scadenze lunghe connesse agli attuali programmi di acquisto di titoli per finalità di politica monetaria.

3.1.3 Rischio di liquidità

Considerato il ruolo dell'euro in quanto valuta di riserva di primo piano, la posizione della BCE quale banca centrale e la struttura delle attività e delle passività, la principale esposizione della Banca al rischio di liquidità concerne le riserve ufficiali. Ciò discende dal fatto che per condurre interventi sui mercati valutari potrebbe essere necessario liquidare posizioni ingenti in tempi brevi. Per gestire tale rischio, le politiche di allocazione delle attività e la determinazione di limiti assicurano che una quota sufficientemente ampia delle disponibilità della BCE sia investita in attività liquidabili rapidamente con un impatto trascurabile in termini di prezzo.

Nel 2016 il rischio di liquidità dei portafogli della Banca ha continuato a essere basso.

3.2 Rischio operativo

Le principali finalità del quadro di riferimento per la gestione dei rischi operativi (operational risk management, ORM) presso la BCE sono quelle di (a) contribuire affinché la Banca realizzi la missione e gli obiettivi stabiliti e (b) tutelare da perdite, abusi e danni la sua reputazione e le sue attività.

Nell'ambito del quadro di riferimento per l'ORM ogni area organizzativa della BCE è responsabile di individuare, valutare, segnalare e monitorare i propri rischi operativi e meccanismi di controllo, nonché di predisporre piani di risposta. Le aree organizzative con funzioni trasversali svolgono specifici controlli per l'intera Banca. 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 basata su una scala di classificazione della probabilità e dell'impatto per la BCE (scala che applica criteri quantitativi e qualitativi).

La Sezione ORM/BCM, che risponde al CSO, è preposta a mantenere il quadro di riferimento per l'ORM e quello per la continuità operativa (business continuity management, BCM) e a fornire supporto metodologico alle aree alle quali fanno capo i rischi e i meccanismi di controllo. Predisponde inoltre rapporti annuali o puntuali sui rischi operativi per il Comitato per i rischi operativi e il Comitato esecutivo e assiste gli organi decisionali nell'assolvimento del ruolo di supervisione sulla gestione dei controlli e dei rischi operativi della BCE. Essa coordina il programma di BCM, le verifiche periodiche della continuità operativa e le revisioni delle relative procedure per le funzioni della BCE in cui il fattore tempo è critico. Infine, assiste il gruppo di gestione delle crisi, ivi comprese le sue strutture di supporto, nonché le aree funzionali della Banca, in situazioni (eccezionali) suscettibili di evolvere in una crisi operativa.

4 Risorse finanziarie

Le risorse finanziarie della BCE sono (1) investite in attività che generano un reddito e/o (2) utilizzate a copertura diretta delle perdite derivanti dai rischi finanziari. Le risorse finanziarie sono costituite dal capitale, dal fondo rischi generali, dai conti di rivalutazione e dal reddito netto dell'esercizio.

Capitale

Al 31 dicembre 2016 il capitale versato della BCE è pari a 7.740 milioni di euro. Per maggiori informazioni si rimanda alla nota 15.1, *Capitale*, dello stato patrimoniale.

Fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro

Tenuto conto della considerevole esposizione della BCE ai rischi finanziari illustrati nella sezione 3.1, la Banca detiene un fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro. L'entità del fondo e l'esigenza stessa di continuare a disporne sono riesaminate con cadenza annuale alla luce di una serie di fattori, fra cui l'ammontare di attività rischiose detenute, i risultati previsti per l'esercizio successivo e la valutazione dei rischi, condotta in

modo coerente nel corso del tempo (cfr. sezione 3.1). L'ammontare del fondo di accantonamento, 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.

Al 31 dicembre 2016 il fondo di accantonamento per i rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro ammontava a 7.620 milioni di euro, importo corrispondente al valore del capitale della BCE versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro a quella data.

Conti di rivalutazione

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. Questi saldi possono essere utilizzati per assorbire l'impatto di eventuali future oscillazioni sfavorevoli dei rispettivi prezzi e/o cambi e rafforzano pertanto la tenuta della BCE ai rischi.

L'ammontare totale dei conti di rivalutazione per l'oro, le valute estere e i titoli è pari a 28,8 miliardi di euro a fine dicembre 2016⁹ (25,0 miliardi nel 2015). Per maggiori informazioni si rimanda alle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio e alla nota 14, *Conti di rivalutazione*, dello stato patrimoniale.

Reddito netto

Il reddito netto riveniente dalle attività e dalle passività della BCE in un dato esercizio finanziario può essere utilizzato a copertura di eventuali perdite dello stesso esercizio qualora si concretizzino rischi finanziari. Il reddito netto contribuisce quindi a preservare il patrimonio netto della BCE.

Evoluzione delle risorse finanziarie della BCE

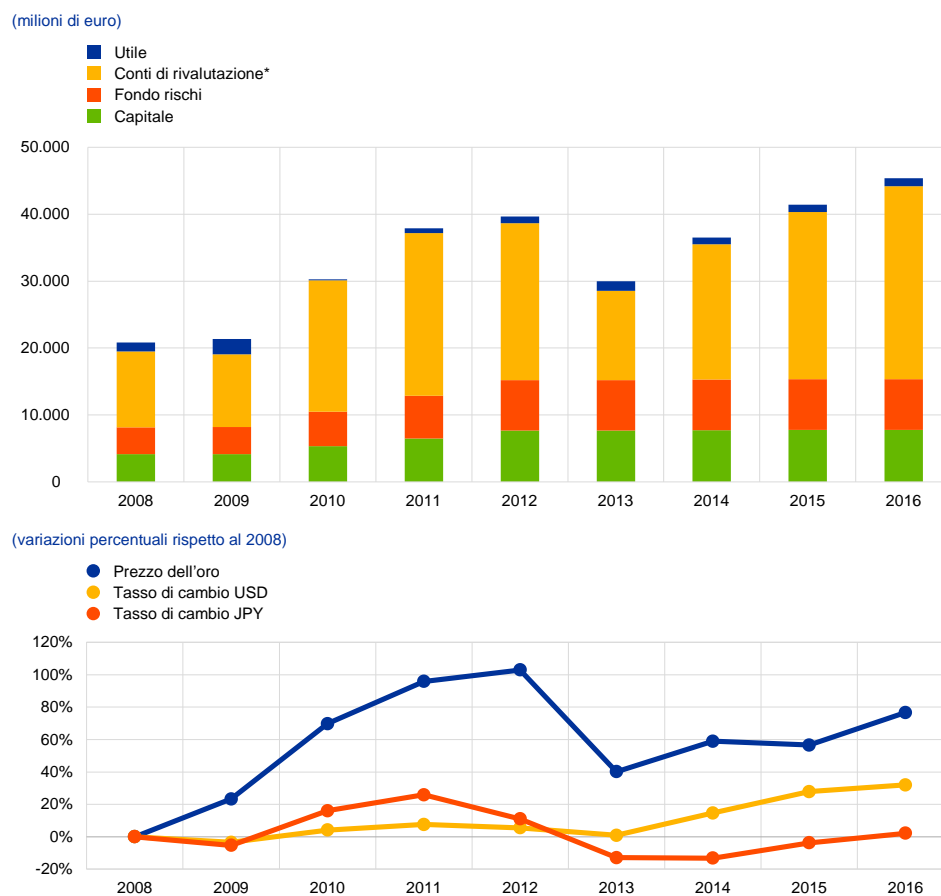
Il grafico 1 presenta l'evoluzione delle citate risorse finanziarie della BCE, nonché dei principali cambi e del prezzo dell'oro nel periodo 2008-2016. Ne emerge che durante questo periodo: (a) il capitale versato della BCE è quasi raddoppiato, in seguito alla decisione assunta dal Consiglio direttivo nel 2010 di incrementare il capitale sottoscritto; (b) il fondo rischi è aumentato fino a raggiungere un importo pari al capitale versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro; (c) i conti di rivalutazione hanno mostrato una notevole volatilità, riconducibile soprattutto a oscillazioni dei cambi e del prezzo dell'oro; (d) l'utile netto si è collocato fra 0,2 miliardi e 2,3 miliardi di euro e ha risentito di una serie di fattori, fra i quali i trasferimenti al fondo rischi

⁹ La voce "Conti di rivalutazione" dello stato patrimoniale comprende il ricalcolo relativo ai benefici successivi al rapporto di lavoro.

della BCE, l'andamento dei tassi di interesse e gli acquisti dei titoli per finalità di politica monetaria.

Grafico 1

Risorse finanziarie della BCE, principali tassi di cambio e prezzo dell'oro¹⁰ nel periodo 2008-2016



Fonte: BCE.

* Includono le plusvalenze totali risultanti dalla valutazione dell'oro, delle valute estere e dei titoli.

5 Impatto delle principali attività sul bilancio

La tavola seguente dà una visione d'insieme delle principali operazioni e funzioni che la BCE svolge per assolvere il proprio mandato e del loro impatto sul bilancio della Banca. L'insieme delle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema si riflette nel bilancio della BCE e nei bilanci delle BCN dei paesi dell'area dell'euro, in linea con il principio di attuazione decentrata della politica monetaria nell'Eurosistema.

¹⁰ Gli andamenti dei principali cambi e del prezzo dell'oro sono espressi come variazione percentuale rispetto ai livelli registrati a fine 2008.

Operazione/funzione	Impatto sul bilancio della BCE
Operazioni di politica monetaria	Le operazioni di politica monetaria condotte tramite gli strumenti convenzionali (ossia operazioni di mercato aperto, operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e riserve obbligatorie per gli enti creditizi) sono attuate a livello decentrato dalle BCN dell'Eurosistema. Di conseguenza queste operazioni non si riflettono nello stato patrimoniale della BCE.
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria (nell'ambito di: CBPP, SMP, ABSPP e PSPP) ¹¹	I titoli acquistati per finalità di politica monetaria sono registrati alla voce "Titoli detenuti per finalità di politica monetaria" dello stato patrimoniale. Le consistenze di questi portafogli sono contabilizzate al costo ammortizzato e sono soggette con cadenza almeno annuale a verifiche circa eventuali riduzioni durevoli di valore. Gli interessi cedolari e i premi e gli sconti ammortizzati sono rilevati nel conto economico ¹² .
Attività di investimento (gestione delle riserve ufficiali e dei fondi propri)	Le riserve ufficiali della BCE sono esposte in bilancio ¹³ oppure nei conti d'ordine fino alla data di regolamento. Il portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri della BCE figura in bilancio, principalmente alla voce "Altre attività finanziarie". Gli interessi attivi netti, compresi gli interessi cedolari e i premi e gli sconti ammortizzati, sono rilevati nel conto economico ¹⁴ . Anche le perdite non realizzate da prezzo e da cambio eccedenti gli utili non realizzati registrati in precedenza sugli stessi strumenti, nonché gli utili e le perdite realizzati derivanti dalla vendita di titoli sono imputati al conto economico ¹⁵ . Gli utili non realizzati sono iscritti in bilancio alla voce "Conti di rivalutazione".
Operazioni di immissione di liquidità in valuta estera	La BCE funge da intermediario fra le banche centrali di paesi non appartenenti all'area dell'euro e le BCN dell'Eurosistema nelle operazioni di swap finalizzate a offrire finanziamenti a breve termine in valuta estera alle controparti dell'Eurosistema. Queste operazioni sono registrate in bilancio alle voci "Passività denominate in euro nei confronti di non residenti nell'area dell'euro" e "Altri crediti / altre passività nell'ambito dell'Eurosistema" e non hanno alcun impatto sul conto economico della BCE.
Sistema dei pagamenti (Target2)	I saldi interni all'Eurosistema delle BCN dei paesi dell'area dell'euro verso la BCE derivanti da Target2 sono esposti 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".
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 nei confronti delle 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 contabilizzati nel conto economico alla voce "Servizi di produzione di banconote".
Vigilanza bancaria	I costi annuali sostenuti dalla BCE in relazione ai compiti di vigilanza sono recuperati 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.

6 Risultato economico per il 2016

L'utile netto della BCE per il 2016 ammonta a 1.193 milioni di euro (1.082 milioni nel 2015).

¹¹ La BCE non acquista titoli nel quadro del CSPP.

¹² Su base netta alle voci "Altri interessi attivi" o "Altri interessi passivi", a seconda che l'importo netto sia positivo o negativo.

¹³ Principalmente alle voci "Oro e crediti in oro", "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" e "Passività denominate in valuta estera nei confronti di non residenti nell'area dell'euro".

¹⁴ Il reddito relativo alle riserve ufficiali della BCE è esposto alla voce "Interessi attivi sulle riserve ufficiali", mentre gli interessi attivi e passivi derivanti dal portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri sono registrati alle voci "Altri interessi attivi" e "Altri interessi passivi".

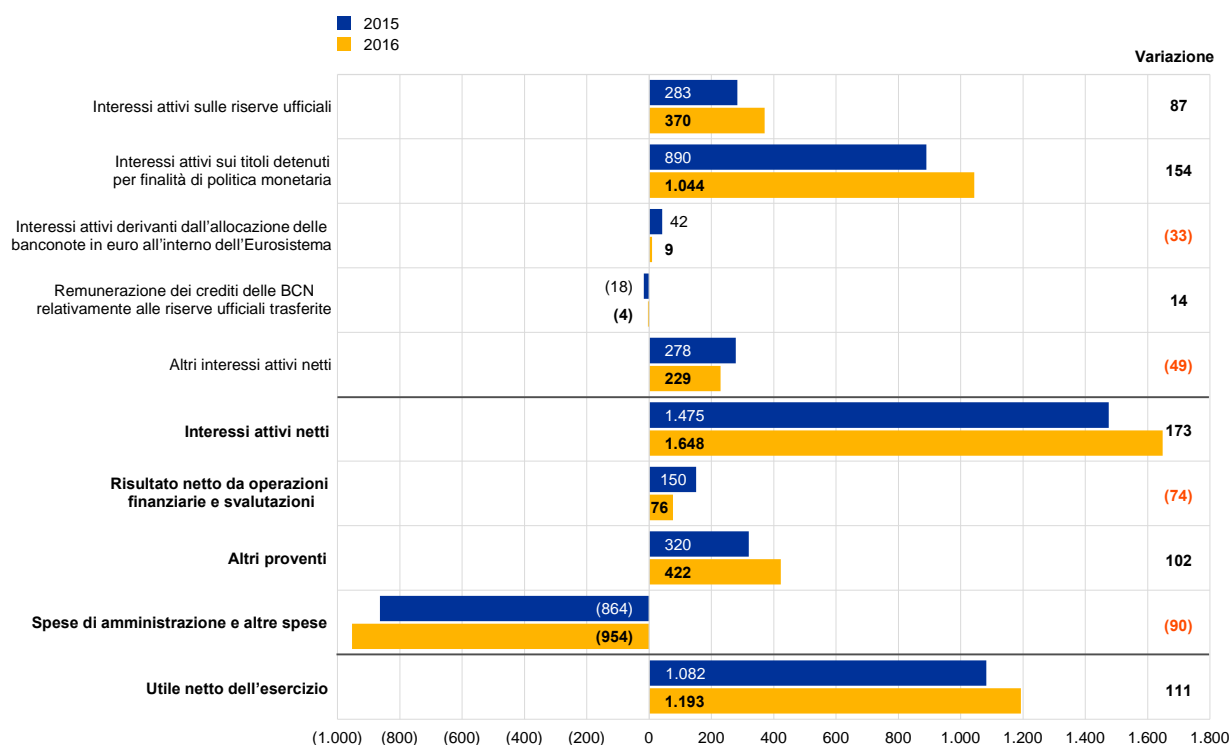
¹⁵ Rispettivamente alle voci "Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie" e "Utili e perdite realizzati rivenienti da operazioni finanziarie".

Il grafico 2 presenta le componenti del conto economico della BCE nel 2016 e nel 2015.

Grafico 2

Componenti del conto economico della BCE nel 2016 e nel 2015

(milioni di euro)



Fonte: BCE.

Informazioni principali

- Gli interessi attivi sulle riserve ufficiali sono aumentati di 87 milioni di euro principalmente a causa dell'incremento degli interessi attivi percepiti sui titoli denominati in dollari statunitensi.
- Gli interessi attivi sui titoli acquistati per finalità di politica monetaria sono passati da 890 milioni di euro nel 2015 a 1.044 milioni nel 2016. La riduzione degli interessi dovuta alla scadenza dei titoli acquistati nell'ambito dell'SMP nonché del primo e del secondo CBPP è stata più che compensata dagli interessi derivanti dal Programma di acquisto di attività (asset purchase programme, APP)¹⁶.
- 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

¹⁶ L'APP è costituito dal CBPP3, dell'ABSPP, dal PSPP e dal CSPP. La BCE non acquista titoli nel quadro del CSPP. Per maggiori informazioni sull'APP, cfr. [il sito Internet della BCE](#).

ufficiali trasferite dovuti alle BCN hanno registrato una riduzione di 33 milioni e 14 milioni di euro rispettivamente, a seguito del calo del tasso medio sulle ORP nel 2016.

- Gli altri interessi attivi netti sono diminuiti, specie a causa della riduzione degli interessi attivi sul portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri imputabile al contesto di bassi rendimenti nell'area dell'euro.
- Il risultato netto delle operazioni finanziarie e svalutazioni di attività finanziarie è diminuito di 74 milioni di euro, soprattutto a causa delle più elevate svalutazioni di fine esercizio riconducibili alla generale diminuzione dei prezzi di mercato dei titoli detenuti nel portafoglio in dollari statunitensi.
- Rispetto all'esercizio precedente, le spese di amministrazione totali della BCE, inclusi gli ammortamenti, sono passate da 864 milioni a 954 milioni di euro. L'incremento è dovuto ai maggiori costi sostenuti per l'MVU. I costi connessi all'MVU sono integralmente recuperati attraverso i contributi a carico dei soggetti vigilati. Di conseguenza, la voce "Altri proventi" ha mostrato un incremento raggiungendo 422 milioni di euro (320 milioni nel 2015).

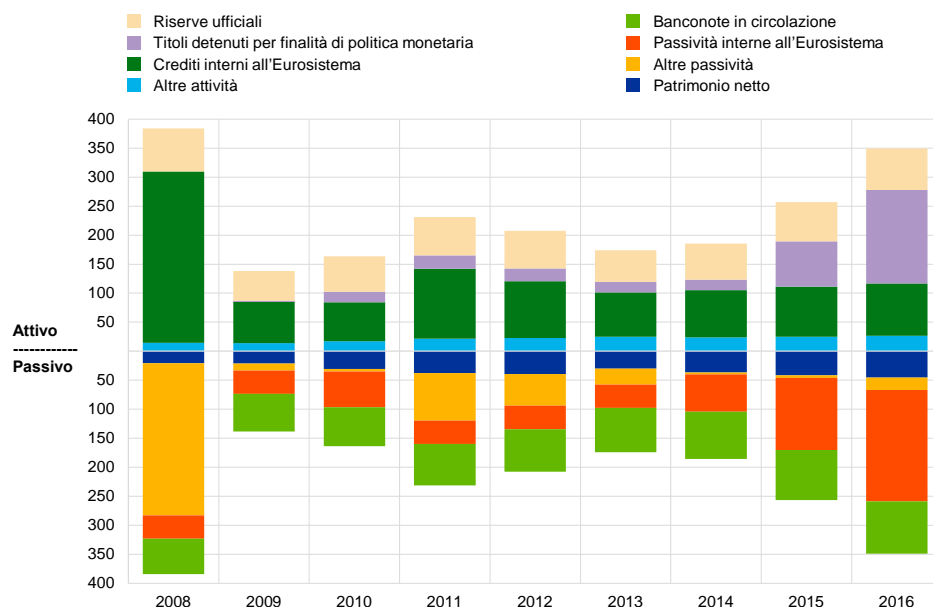
7 Evoluzione a lungo termine del bilancio della BCE

I grafici 3 e 4 presentano l'evoluzione dello stato patrimoniale e del conto economico della BCE nonché delle rispettive componenti nel periodo 2008-2016.

Grafico 3

Evoluzione dello stato patrimoniale della BCE nel periodo 2008-2016¹⁷

(miliardi di euro)

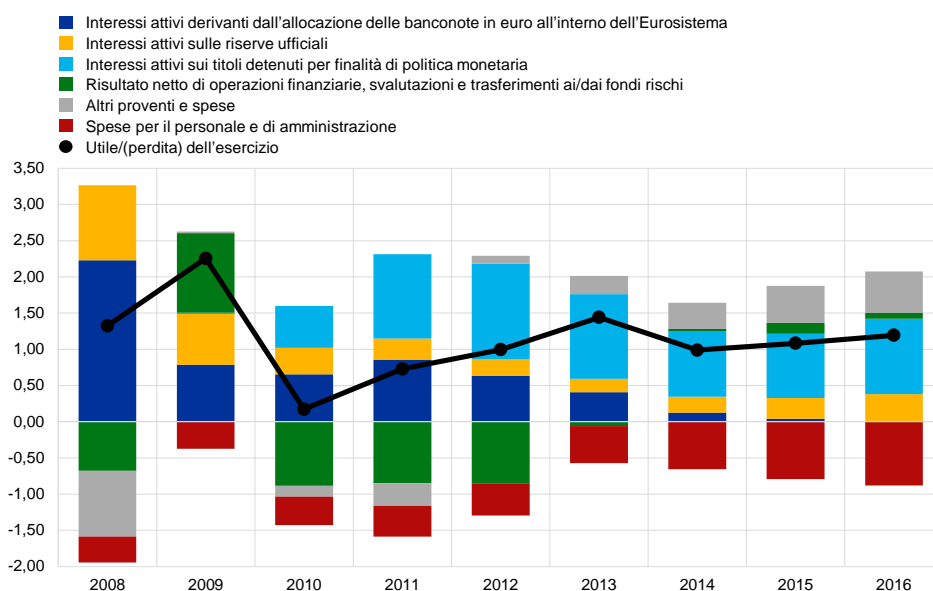


Fonte: BCE.

Grafico 4

Evoluzione del conto economico della BCE nel periodo 2008-2016

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

La contrazione dello stato patrimoniale della BCE nel periodo 2008-2014 va ricondotta soprattutto al miglioramento delle condizioni di finanziamento in dollari

¹⁷ Il grafico riporta i valori di fine esercizio.

statunitensi per le controparti dell'Eurosistema e alla conseguente graduale riduzione delle operazioni di liquidità in dollari offerte dall'Eurosistema. Ne è risultata una diminuzione dei crediti interni all'Eurosistema e delle altre passività della BCE. Nel quarto trimestre del 2014 lo stato patrimoniale della BCE ha iniziato a mostrare un'espansione, determinata dall'acquisto di obbligazioni garantite e di titoli derivanti da cartolarizzazioni nel quadro del CBPP3 e dell'ABSPP. Tale andamento è proseguito nel 2015 e nel 2016 in connessione al PSPP, che prevede l'acquisto di titoli emessi da amministrazioni centrali, regionali e locali dei paesi dell'area dell'euro e da agenzie idonee situate nell'area. I titoli acquistati nell'ambito di tali programmi sono stati regolati su conti Target2 e hanno quindi determinato un analogo aumento delle passività interne all'Eurosistema.

L'utile netto della BCE nello stesso periodo è stato determinato dai seguenti fattori.

- Il tasso sulle ORP è sceso, riducendo in misura significativa il reddito da signoraggio della BCE. Il tasso medio sulle ORP nel 2016 è stato pari allo 0,01 per cento, rispetto al 4 per cento del 2008, e quindi gli interessi attivi rivenienti dalle banconote in circolazione sono passati da 2,2 miliardi di euro nel 2008 a 0,01 miliardi nel 2016.
- Il fondo rischi generali è stato aumentato, in particolare nel triennio 2010-2012. In tale periodo è stato conferito al fondo un importo cumulato di 3,5 miliardi di euro, che ha ridotto gli utili di un ammontare equivalente.
- Gli interessi attivi sulle riserve ufficiali si sono ridotti gradualmente, passando da 1,0 miliardi a 0,2 miliardi di euro fra il 2008 e il 2013, soprattutto a causa della flessione dei rendimenti in dollari statunitensi e del risultante calo degli interessi attivi generati sul portafoglio in dollari. Tuttavia, tale andamento ha mostrato un'inversione di tendenza negli ultimi tre anni e nel 2016 gli interessi percepiti su questo portafoglio sono stati pari a 0,4 miliardi di euro.
- I titoli detenuti nell'ambito dei programmi di acquisto di attività ai fini della politica monetaria hanno generato in media il 57 per cento degli interessi attivi netti totali della BCE dal 2010.
- L'istituzione dell'MVU nel 2014 ha contribuito a un aumento significativo delle spese per il personale e di amministrazione. Tuttavia, i costi connessi all'MVU sono recuperati attraverso i contributi annuali richiesti ai soggetti vigilati.

Bilancio della BCE

Stato patrimoniale al 31 dicembre 2016

ATTIVO	Nota n.	2016 €	2015 €
Oro e crediti in oro	1	17.820.761.460	15.794.976.324
Crediti denominati in valuta estera nei confronti di non residenti nell'area dell'euro	2		
Crediti verso l'FMI	2.1	716.225.836	714.825.534
Saldi presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	2.2	50.420.927.403	49.030.207.257
		51.137.153.239	49.745.032.791
Crediti denominati in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	2.2	2.472.936.063	1.862.714.832
Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro	3	98.603.066	52.711.983
Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	4		
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	4.1	160.815.274.667	77.808.651.858
Crediti interni all'Eurosistema	5		
Crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	5.1	90.097.085.330	86.674.472.505
Altre attività	6		
Immobilizzazioni materiali e immateriali	6.1	1.239.325.587	1.263.646.830
Altre attività finanziarie	6.2	20.618.929.223	20.423.917.583
Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"	6.3	839.030.321	518.960.866
Ratei e risconti attivi	6.4	2.045.522.937	1.320.068.350
Varie	6.5	1.799.777.235	1.180.224.603
		26.542.585.303	24.706.818.232
Totale attivo		348.984.399.128	256.645.378.525

PASSIVO	Nota n.	2016 €	2015 €
Banconote in circolazione	7	90.097.085.330	86.674.472.505
Altre passività denominate in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro	8	1.851.610.500	0
Passività denominate in euro nei confronti di altri residenti nell'area dell'euro	9		
Altre passività	9.1	1.060.000.000	1.026.000.000
Passività denominate in euro nei confronti di non residenti nell'area dell'euro	10	16.730.644.177	2.330.804.192
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	151.201.250.612	83.083.520.309
		191.993.859.030	123.876.128.727
Altre passività	12		
Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"	12.1	660.781.618	392.788.148
Ratei e risconti passivi	12.2	69.045.958	95.543.989
Varie	12.3	1.255.559.836	891.555.907
		1.985.387.412	1.379.888.044
Accantonamenti	13	7.706.359.686	7.703.394.185
Conti di rivalutazione	14	28.626.267.808	24.832.823.174
Capitale e riserve	15		
Capitale	15.1	7.740.076.935	7.740.076.935
Utile dell'esercizio		1.193.108.250	1.081.790.763
Totale passivo		348.984.399.128	256.645.378.525

Conto economico per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2016

	Nota n.	2016 €	2015 €
Interessi attivi sulle riserve ufficiali	22.1	370.441.770	283.205.941
Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	22.2	8.920.896	41.991.105
Altri interessi attivi	22.4	1.604.648.023	1.732.919.191
<i>Interessi attivi</i>		<i>1.984.010.689</i>	<i>2.058.116.237</i>
Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite	22.3	(3.611.845)	(17.576.514)
Altri interessi passivi	22.4	(332.020.205)	(565.387.082)
<i>Interessi passivi</i>		<i>(335.632.050)</i>	<i>(582.963.596)</i>
Interessi attivi netti	22	1.648.378.639	1.475.152.641
Utili e perdite realizzati rivenienti da operazioni finanziarie	23	224.541.742	214.433.730
Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie	24	(148.172.010)	(64.053.217)
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		76.369.732	150.380.513
Proventi/spese netti per provvigioni e commissioni	25	371.322.769	268.332.261
Proventi da azioni e partecipazioni	26	869.976	908.109
Altri proventi	27	50.000.263	51.023.378
Proventi totali netti		2.146.941.379	1.945.796.902
Spese per il personale	28	(466.540.231)	(440.844.142)
Spese di amministrazione	29	(414.207.622)	(351.014.617)
Ammortamento di immobilizzazioni materiali e immateriali		(64.769.605)	(64.017.361)
Servizi di produzione di banconote	30	(8.315.671)	(8.130.019)
Utile dell'esercizio		1.193.108.250	1.081.790.763

Francoforte sul Meno, 7 febbraio 2017

Banca centrale europea

Mario Draghi
Presidente

Criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio¹⁸

Forma e presentazione del bilancio

Il bilancio della BCE è stato predisposto in conformità ai principi e criteri contabili¹⁹ 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.

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

¹⁸ 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.

¹⁹ 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.

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 2016 è stato calcolato con riferimento al tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro statunitense al 30 dicembre.

Il diritto speciale di prelievo (DSP) è definito in termini di un paniere di valute. A fini di valutazione delle consistenze detenute dalla BCE, il valore del DSP è stato calcolato come somma ponderata dei tassi di cambio delle cinque valute principali (dollaro statunitense, euro, sterlina britannica, renminbi cinese e yen giapponese) convertite in euro al 30 dicembre 2016.

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 2016 sono stati applicati i prezzi

medi di mercato al 30 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 sostenute²⁰. 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, ma 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 sono registrate nel passivo dello stato patrimoniale come depositi garantiti. I titoli oggetto di queste operazioni restano iscritti nella situazione patrimoniale della BCE.

²⁰ Ai ratei e agli accantonamenti di natura amministrativa si applica una soglia minima di 100.000 euro.

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 venga 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 BCN presenta un'unica posizione bilaterale netta verso la sola BCE. Tale posizione, appostata nei conti della BCE, costituisce il credito o debito netto di ciascuna BCN nei confronti del resto del 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 Target2²¹, sono iscritti alla voce "Passività denominate in euro nei confronti di non residenti nell'area dell'euro".

I saldi interni all'Eurosistema rivenienti dall'allocatione delle banconote in euro nell'ambito dell'Eurosistema confluiscono in un'unica posizione netta attiva, alla voce "Crediti derivanti dall'allocatione 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. 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 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

²¹ Al 31 dicembre 2016 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.

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.

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.

Piani pensionistici della BCE, altri benefici successivi al rapporto di lavoro e altri benefici a lungo termine

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 pari rispettivamente al 20,7 e al 7,4 per cento dello stipendio base e 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 integrative²², che sono determinate dall'ammontare dei contributi volontari e dai rendimenti generati dal loro investimento.

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 e gli altri benefici a lungo termine del personale.

Passività netta per benefici definiti

La passività relativa ai piani a benefici definiti 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 dell'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

²² 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.

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 dell'obbligazione pensionistica.

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) gli interessi netti sulla passività netta per benefici definiti calcolati al tasso di attualizzazione;
- (c) il ricalcolo totale relativo agli altri benefici 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'Eurosistema²³. L'ammontare complessivo dei biglietti in

²³ Decisione BCE/2010/29, del 13 dicembre 2010, relativa all'emissione delle banconote in euro (rifusione), GU L 35 del 9.2.2011, pag. 26, e successive modifiche.

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 banconote²⁴.

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 fruttifera²⁵, 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 e (d) del Programma di acquisto per il settore pubblico è conferito nel gennaio dell'anno successivo tramite distribuzione provvisoria dell'utile, salvo diversa decisione del Consiglio direttivo²⁶. 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 dall'utile da distribuire a titolo provvisorio l'ammontare dei costi sostenuti dalla BCE per l'emissione e la gestione operativa delle banconote in euro.

Riclassificazioni

Gli interessi attivi (ad esempio interessi cedolari) e gli interessi passivi (ad esempio ammortamento di premi) derivanti dai titoli detenuti per finalità di politica monetaria erano rilevati in precedenza, su base lorda, rispettivamente nelle voci "Altri interessi attivi" e "Altri interessi passivi". Al fine di armonizzare a livello di Eurosistema la rappresentazione degli interessi attivi e passivi generati dalle operazioni di politica monetaria, la BCE ha deciso che dal 2016 sarà esposto l'importo netto positivo o

²⁴ 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.

²⁵ 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.

²⁶ 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.

negativo rispettivamente nella voce “Altri interessi attivi” o “Altri interessi passivi”. A fini di raffronto, gli importi per il 2015 sono stati così rettificati:

	Publicato nel 2015 €	Rettifica dovuta a riclassificazione €	Importo ricalcolato €
Altri interessi attivi	2.168.804.955	(435.885.764)	1.732.919.191
Altri interessi passivi	(1.001.272.846)	435.885.764	(565.387.082)

La riclassificazione non ha avuto alcun effetto sull'utile netto dell'esercizio finanziario 2015.

Altre informazioni

In considerazione del ruolo svolto dalla BCE quale banca centrale, la pubblicazione del rendiconto sui flussi di cassa non fornirebbe informazioni aggiuntive di rilievo.

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.

Note allo stato patrimoniale

1 Oro e crediti in oro

Al 31 dicembre 2016 la BCE deteneva 16.229.522 onces²⁷ di oro fino. Nel 2016 non sono state effettuate transazioni in oro e pertanto le consistenze della BCE sono rimaste invariate rispetto al 31 dicembre 2015. L'incremento del controvalore in euro di tali consistenze è dovuto al rialzo del prezzo dell'oro nel 2016 (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 2016, 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).

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 e yen giapponesi.

Crediti nei confronti di non residenti nell'area dell'euro	2016 €	2015 €	Variazione €
Conti correnti	6.844.526.120	4.398.616.340	2.445.909.780
Depositi del mercato monetario	2.005.810.644	1.666.345.182	339.465.462
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	503.747.273	831.266.648	(327.519.375)
Investimenti in titoli	41.066.843.366	42.133.979.087	(1.067.135.721)
Totale	50.420.927.403	49.030.207.257	1.390.720.146

²⁷ Corrispondenti a 504,8 tonnellate.

Crediti nei confronti di residenti nell'area dell'euro	2016 €	2015 €	Variazione €
Conti correnti	1.211.369	953.098	258.271
Depositi del mercato monetario	1.964.182.715	1.861.761.734	102.420.981
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	507.541.979	0	507.541.979
Investimenti in titoli	0	0	0
Totale	2.472.936.063	1.862.714.832	610.221.231

L'aumento di queste voci nel 2016 è attribuibile in gran parte all'apprezzamento sia del dollaro statunitense sia dello yen giapponese nei confronti dell'euro.

Consistenze nette in valuta estera (dollari statunitensi e yen giapponesi)²⁸ detenute dalla BCE al 31 dicembre 2016:

	2016 Valuta in milioni	2015 Valuta in milioni
Dollari statunitensi	46.759	46.382
Yen giapponesi	1.091.844	1.085.596

3 Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro

Al 31 dicembre 2016 questa voce comprende conti correnti di residenti nell'area dell'euro.

4 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro

4.1 Titoli detenuti per finalità di politica monetaria

Al 31 dicembre 2016 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).

Gli acquisti relativi al CBPP1 si sono conclusi il 30 giugno 2010, mentre il CBPP2 è terminato il 31 ottobre 2012. L'SMP si è concluso il 6 settembre 2012.

²⁸ 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.

Nel 2016 ai programmi dell'Eurosistema che costituiscono il Programma di acquisto di attività (APP)²⁹, ossia il CBPP3, l'ABSPP e il PSPP, è stata aggiunta una quarta componente, il Programma di acquisto per il settore societario (CSPP)³⁰. Nel 2016 il Consiglio direttivo ha assunto alcune decisioni aventi effetto sul ritmo degli acquisti mensili e sulla durata dell'APP³¹, ossia (1) l'incremento degli acquisti mensili netti dell'APP effettuati complessivamente dalle BCN e dalla BCE da 60 miliardi a 80 miliardi di euro in media da aprile 2016 e (2) il proseguimento degli acquisti netti dell'APP dopo marzo 2017 a un ritmo mensile di 60 miliardi di euro sino alla fine di dicembre 2017, o anche oltre se necessario e in ogni caso finché il Consiglio direttivo non riscontri un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione³². Contestualmente agli acquisti netti sarà reinvestito il capitale rimborsato sui titoli giunti a scadenza acquistati nel quadro dell'APP.

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 mercato³³ (che non è iscritto nello stato patrimoniale né nel conto economico ma è riportato solo a fini di raffronto) sono indicati nella tavola seguente.

	2016 €		2015 €		Variazione €	
	Costo ammortizzato	Valore di mercato	Costo ammortizzato	Valore di mercato	Costo ammortizzato	Valore di mercato
CBPP1	1.032.305.522	1.098.106.253	1.786.194.503	1.898.990.705	(753.888.981)	(800.884.452)
CBPP2	690.875.649	743.629.978	933.230.549	1.013.540.352	(242.354.900)	(269.910.374)
CBPP3	16.550.442.553	16.730.428.857	11.457.444.451	11.396.084.370	5.092.998.102	5.334.344.487
SMP	7.470.766.415	8.429.995.853	8.872.443.668	10.045.312.608	(1.401.677.253)	(1.615.316.755)
ABSPP	22.800.124.065	22.786.088.513	15.321.905.622	15.220.939.054	7.478.218.443	7.565.149.459
PSPP	112.270.760.463	112.958.545.591	39.437.433.065	39.372.318.024	72.833.327.398	73.586.227.567
Totale	160.815.274.667	162.746.795.045	77.808.651.858	78.947.185.113	83.006.622.809	83.799.609.932

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.

²⁹ Per maggiori informazioni sull'APP, cfr. [il sito Internet della BCE](#).

³⁰ Nell'ambito di questo programma le BCN possono acquistare obbligazioni investment grade denominate in euro emesse da società non bancarie situate nell'area dell'euro. La BCE non acquista titoli nel quadro di questo programma.

³¹ Cfr. i comunicati stampa della BCE del [10 marzo 2016](#) e dell'[8 dicembre 2016](#).

³² Nel perseguimento della stabilità dei prezzi la BCE si prefigge di mantenere il tasso di inflazione su un livello inferiore ma prossimo al 2 per cento nel medio termine.

³³ 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.

Sulla base dei dati disponibili a fine esercizio, vengono condotte annualmente verifiche sulle 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 2016, per l'esercizio non sono state registrate perdite sui titoli dei portafogli detenuti per finalità di politica monetaria.

5 Crediti interni all'Eurosistema

5.1 Crediti derivanti dall'allocazione 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'allocazione 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 principali³⁴ (cfr. la nota 22.2, *Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema*).

6 Altre attività

6.1 Immobilizzazioni materiali e immateriali

Voci iscritte al 31 dicembre 2016:

³⁴ 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.

	2016 €	2015 €	Variazione €
Costo			
Terreni e fabbricati	1.011.662.911	1.027.242.937	(15.580.026)
Attrezzature all'interno degli edifici	221.888.762	219.897.386	1.991.376
Computer (hardware e software)	88.893.887	77.350.193	11.543.694
Impianti, mobili e automezzi	96.197.706	92.000.437	4.197.269
Immobilizzazioni in corso	3.024.459	244.590	2.779.869
Altre immobilizzazioni	9.713.742	9.453.181	260.561
Costo totale	1.431.381.467	1.426.188.724	5.192.743
Fondo di ammortamento			
Terreni e fabbricati	(72.284.513)	(79.468.891)	7.184.378
Attrezzature all'interno degli edifici	(31.590.282)	(15.827.521)	(15.762.761)
Computer (hardware e software)	(57.935.440)	(45.530.493)	(12.404.947)
Impianti, mobili e automezzi	(29.107.438)	(20.831.615)	(8.275.823)
Altre immobilizzazioni	(1.138.207)	(883.374)	(254.833)
Fondo di ammortamento totale	(192.055.880)	(162.541.894)	(29.513.986)
Valore netto contabile	1.239.325.587	1.263.646.830	(24.321.243)

La diminuzione netta della voce "Terreni e fabbricati" e del corrispondente fondo di ammortamento è dovuta in prevalenza all'imputazione al conto economico delle spese precedentemente capitalizzate per le opere di rinnovamento relative a beni non più in uso.

6.2 Altre attività finanziarie

La voce include principalmente gli investimenti dei fondi propri³⁵ 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:

³⁵ Le operazioni a termine condotte nell'ambito della gestione del portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri confluiscono nella posta "Varie" del passivo (cfr. la nota 12.3, *Varie*).

	2016 €	2015 €	Variazione €
Conti correnti in euro	30.000	30.000	-
Titoli denominati in euro	19.113.074.101	19.192.975.459	(79.901.358)
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine in euro	1.463.994.460	1.188.997.789	274.996.671
Altre attività finanziarie	41.830.662	41.914.335	(83.673)
Totale	20.618.929.223	20.423.917.583	195.011.640

L'aumento netto di questa voce nel 2016 è ascrivibile in prevalenza al reinvestimento degli interessi attivi maturati sul portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri.

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 2016 (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 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 2016 questa voce comprende gli interessi cedolari maturati sui titoli, inclusi i dietimi di interesse versati al momento dell'acquisto, per 1.924,5 milioni di euro (1.186,6 milioni nel 2015) (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) gli interessi attivi generati da altre attività finanziarie e (c) i risconti vari.

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 connessi alle operazioni di swap e a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2016 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

L'8 dicembre 2016 il Consiglio direttivo ha deciso che le banche centrali dell'Eurosistema avrebbero potuto accettare in garanzia per il prestito di titoli acquistati nel quadro del PSPP anche contante, senza doverlo reinvestire. Per quanto riguarda la BCE, queste operazioni sono condotte tramite un'istituzione specializzata.

Al 31 dicembre 2016 erano in essere operazioni di prestito titoli del PSPP per un valore di 1,9 miliardi di euro condotte con enti creditizi dell'area dell'euro. Il contante ricevuto in garanzia è stato trasferito ai conti Target2 (cfr. la nota 11.2, *Altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)*). Poiché a fine esercizio il contante non risultava 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)³⁶.

9 Passività denominate in euro nei confronti di altri residenti nell'area dell'euro

9.1 Altre passività

In questa voce rientrano i depositi dei membri dell'Associazione bancaria per l'euro (Euro Banking Association, EBA) utilizzati come fondo di garanzia per i regolamenti di EURO1³⁷ nel sistema Target2.

³⁶ Le operazioni di prestito titoli che a fine esercizio danno luogo a garanzie in contante investite sono registrate nei conti fuori bilancio (cfr. la nota 16, *Programmi di prestito titoli*).

³⁷ EURO1 è un sistema di pagamento gestito dall'EBA.

10 Passività denominate in euro nei confronti di non residenti nell'area dell'euro

Al 31 dicembre 2016 la voce include una passività di 9,5 miliardi di euro (1,5 miliardi nel 2015) 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. L'incremento dei saldi nel 2016 è riconducibile a pagamenti disposti da residenti nell'area dell'euro a favore di non residenti (cfr. la nota 11.2, *Altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)*).

Questa voce è rappresentata anche da un importo di 4,1 miliardi di euro (0,8 miliardi nel 2015) relativo all'accordo permanente per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute concluso con la Federal Reserve. 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 parte rimanente di questa voce è rappresentata da un importo pari a 3,1 miliardi di euro (0 euro nel 2015) 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 2016 non vi sono state variazioni.

	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 2016 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 netto di questa voce è attribuibile in prevalenza all'acquisto di titoli nell'ambito dell'APP (cfr. la nota 4, *Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro*) con regolamento nei conti Target2. L'impatto degli acquisti è stato in parte compensato (a) dal regolamento in Target2 di pagamenti disposti da residenti nell'area dell'euro a favore di non residenti (cfr. la nota 10, *Passività denominate in euro nei confronti di non residenti nell'area dell'euro*), (b) dal contante ricevuto in garanzia per il prestito dei titoli del PSPP (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*), (c) 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 e (d) dai rimborsi dei titoli acquistati nell'ambito dell'SMP e dei primi due CBPP, regolati anch'essi nei conti Target2.

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).

	2016 €	2015 €
Saldi Target2 a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	1.058.484.156.256	812.734.808.529
Saldi Target2 a debito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	(908.249.140.203)	(730.463.422.714)
Saldi a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro relativamente alla distribuzione provvisoria del reddito della BCE	966.234.559	812.134.494
Altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	151.201.250.612	83.083.520.309

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 2016 (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 espresse 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 2016 questa voce comprende risconti passivi in relazione al Meccanismo di vigilanza unico (MVU) (cfr. la nota 25, *Proventi/spese netti per provvigioni e commissioni*), ratei passivi su spese di amministrazione e ratei passivi su strumenti finanziari.

La voce include anche gli interessi sui crediti relativi alle riserve ufficiali trasferite alla BCE dovuti alle BCN per l'intero esercizio (cfr. la nota 11.1, *Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali*). Questo importo è stato regolato nel gennaio 2017.

	2016 €	2015 €	Variazione €
Ratei passivi su spese di amministrazione	20.723.173	20.455.723	267.450
Ratei passivi su strumenti finanziari	3.621.142	2.191.753	1.429.389
Risconti passivi relativi all'MVU	41.089.798	18.926.078	22.163.720
Ratei passivi su riserve ufficiali trasferite alla BCE	3.611.845	17.576.514	(13.964.669)
Target2	-	36.393.921	(36.393.921)
Totale	69.045.958	95.543.989	(26.498.031)

12.3 Varie

Nel 2016 questa voce comprende anche i saldi relativi alle operazioni di swap e a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2016 (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.

*Piani pensionistici della BCE, altri benefici successivi al rapporto di lavoro e altri benefici a lungo termine*³⁸

Stato patrimoniale

Importi iscritti nello stato patrimoniale in relazione ai benefici successivi al rapporto di lavoro e agli altri benefici a lungo termine:

	2016 Personale mln €	2016 CE/CV mln €	2016 Totale mln €	2015 Personale mln €	2015 CE/CV mln €	2015 Totale mln €
Valore attuale delle obbligazioni	1.361,3	27,7	1.388,9	1.116,7	24,1	1.140,8
Fair value delle attività a servizio del piano	(878,0)	-	(878,0)	(755,3)	-	(755,3)
Passività netta per benefici definiti iscritta nello stato patrimoniale	483,3	27,7	510,9	361,4	24,1	385,5

Nel 2016 il valore attuale dell'obbligazione nei confronti del personale, pari a 1.361,3 milioni di euro (1.116,7 milioni nel 2015), include gli impegni relativi ai

³⁸ 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).

benefici successivi al rapporto di lavoro diversi dalle pensioni e agli altri benefici a lungo termine non finanziati da specifiche attività, per un ammontare di 187,0 milioni di euro (155,9 milioni nel 2015). Analogamente, i benefici successivi al rapporto di lavoro e gli altri benefici a lungo termine dei membri del Comitato esecutivo e dei membri del Consiglio di vigilanza non sono finanziati da specifiche attività.

Conto economico

Importi iscritti nel conto economico per l'esercizio 2016:

	2016 Personale mln €	2016 CE/CV mln €	2016 Totale mln €	2015 Personale mln €	2015 CE/CV mln €	2015 Totale mln €
Costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti	104,4	1,6	106,0	120,0	1,9	121,9
Interessi netti sulla passività netta per benefici definiti	9,7	0,6	10,3	9,5	0,5	10,0
<i>di cui:</i>						
<i>Costo dell'obbligazione</i>	29,1	0,6	29,8	22,9	0,5	23,4
<i>Interessi attivi sulle attività del piano</i>	(19,5)	-	(19,5)	(13,4)	-	(13,4)
(Utili)/perdite derivanti dal ricalcolo degli altri benefici a lungo termine	0,6	0,1	0,7	2,6	(0,1)	2,5
Totale incluso in "Spese per il personale"	114,6	2,4	117,0	132,1	2,3	134,4

Nel 2016 il costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti è diminuito attestandosi a 106,0 milioni di euro (121,9 milioni nel 2015) principalmente a seguito dell'incremento del tasso di attualizzazione dal 2 al 2,5 per cento fra il 2014 e il 2015³⁹.

Variazioni dell'obbligazione a benefici definiti, delle attività del piano e dei risultati del ricalcolo

Variazioni del valore attuale dell'obbligazione a benefici definiti:

³⁹ Il costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti è stimato sulla base del tasso di attualizzazione dell'anno precedente.

	2016 Personale mln €	2016 CE/CV mln €	2016 Totale mln €	2015 Personale mln €	2015 CE/CV mln €	2015 Totale mln €
Obbligazione a benefici definiti iniziale	1.116,7	24,1	1.140,8	1.087,1	24,5	1.111,6
Costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti	104,4	1,6	106,0	120,0	1,9	121,9
Interessi passivi sull'obbligazione	29,1	0,6	29,8	22,9	0,5	23,4
Contributi versati dai partecipanti al piano	19,5	0,2	19,8	21,7	0,2	21,9
Benefici versati	(8,6)	(0,8)	(9,5)	(7,5)	(0,8)	(8,3)
(Utili)/perdite derivanti dal ricalcolo	100,2	1,9	102,1	(127,5)	(2,2)	(129,7)
Obbligazione a benefici definiti finale	1.361,3	27,7	1.388,9	1.116,7	24,1	1.140,8

Le perdite totali derivanti dal ricalcolo, pari a 102,1 milioni di euro per il 2016, sull'obbligazione a benefici definiti sono riconducibili principalmente alla riduzione del tasso di attualizzazione dal 2,5 al 2 per cento fra il 2015 e il 2016.

Variazioni nel 2016 del fair value delle attività a servizio del piano ricomprese nel fondo a benefici definiti per il personale:

	2016 mln €	2015 mln €
Fair value iniziale delle attività a servizio del piano	755,3	651,9
Interessi attivi sulle attività del piano	19,5	13,4
Utili derivanti dal ricalcolo	44,7	26,8
Contributi versati dal datore di lavoro	45,0	46,9
Contributi versati dai partecipanti al piano	19,5	21,7
Benefici versati	(6,0)	(5,4)
Fair value finale delle attività a servizio del piano	878,0	755,3

Sia nel 2016 che nel 2015 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.

Nel 2016, a seguito della valutazione degli stanziamenti del piano pensionistico per il personale condotta al 31 dicembre 2015 dagli attuari della BCE, il Consiglio direttivo ha deciso fra l'altro (a) di terminare il conferimento dei contributi annuali aggiuntivi della BCE pari a 6,8 milioni di euro e (b) di incrementare da settembre 2016 i contributi versati dalla BCE al piano pensionistico per il personale dal 19,5 al 20,7 per cento dello stipendio base⁴⁰. Tali decisioni hanno dato luogo a una riduzione netta dei contributi totali versati dalla BCE nel 2016 nonostante l'incremento del numero dei partecipanti al piano (cfr. la nota 28, *Spese per il personale*).

Variazioni nel 2016 dei risultati del ricalcolo (cfr. la nota 14, *Conti di rivalutazione*):

⁴⁰ In aggiunta, il Consiglio direttivo ha deciso di aumentare il tasso di contribuzione a carico del personale della BCE dal 6,7 al 7,4 per cento dello stipendio base.

	2016 mln €	2015 mln €
Utili/(perdite) iniziali derivanti dal ricalcolo	(148,4)	(305,6)
Contributi delle BCN aderenti all'Eurosistema ⁴¹	0,0	(1,8)
Utili sulle attività del piano	44,7	26,8
Utili/(perdite) sull'obbligazione	(102,1)	129,7
Perdite iscritte nel conto economico	0,7	2,5
Perdite finali derivanti dal ricalcolo registrate nei "Conti di rivalutazione"	(205,1)	(148,4)

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 del piano pensionistico sono le seguenti.

	2016 %	2015 %
Tasso di attualizzazione	2,00	2,50
Rendimento atteso sulle attività del piano ⁴²	3,00	3,50
Incrementi generali futuri delle retribuzioni ⁴³	2,00	2,00
Incrementi dei trattamenti pensionistici futuri ⁴⁴	1,40	1,40

Nel 2016, inoltre, i versamenti volontari effettuati dal personale nel fondo a contribuzione definita ammontano a 133,2 milioni di euro (123,3 milioni nel 2015). Tali versamenti sono investiti in attività a servizio del piano, ma danno luogo anche 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,

⁴¹ A seguito dell'adozione della moneta unica da parte della Lituania, la Lietuvos bankas ha contribuito ai saldi di tutti i conti di rivalutazione della BCE con effetto dal 1° gennaio 2015. Le perdite derivanti dal ricalcolo in essere che sono state incluse nei conti di rivalutazione al 31 dicembre 2014 hanno determinato una riduzione dei contributi della Lietuvos bankas.

⁴² Queste ipotesi sono state impiegate per calcolare la parte dell'obbligazione a benefici definiti della BCE finanziata da attività con garanzia sul capitale.

⁴³ 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.

⁴⁴ 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.

segnatamente minusvalenze da valutazione eccedenti i rispettivi conti di rivalutazione. 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 2016 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 2015. Tale importo corrisponde al valore del capitale della BCE versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro a quella data.

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 *Piani pensionistici della BCE, altri benefici successivi al rapporto di lavoro e altri benefici a lungo termine* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio e la nota 12.3, *Varie*).

	2016 €	2015 €	Variazione €
Oro	13.926.380.231	11.900.595.095	2.025.785.136
Valuta estera	14.149.471.665	12.272.562.352	1.876.909.313
Titoli e altri strumenti	755.494.021	808.078.836	(52.584.815)
Passività netta per benefici definiti relativa ai benefici successivi al rapporto di lavoro	(205.078.109)	(148.413.109)	(56.665.000)
Totale	28.626.267.808	24.832.823.174	3.793.444.634

L'incremento registrato per i conti di rivalutazione è ascrivibile al deprezzamento dell'euro nei confronti dell'oro, del dollaro statunitense e dello yen giapponese nel 2016.

I tassi di cambio utilizzati per la valutazione di fine anno sono:

Tassi di cambio	2016	2015
Dollari statunitensi per euro	1,0541	1,0887
Yen giapponesi per euro	123,40	131,07
Euro per DSP	1,2746	1,2728
Euro per oncia di oro fino	1.098,046	973,225

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 tavola⁴⁵.

⁴⁵ I singoli importi sono arrotondati all'euro. Pertanto, l'eventuale discrepanza fra i totali riportati nelle tavole di questa nota è dovuta agli arrotondamenti.

	Quote di partecipazione al capitale dal 1° gennaio 2015 ⁴⁶ %	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. Alla fine del 2016 tale contributo ammonta a un totale di 120.192.083 euro, invariato rispetto al 2015. Le BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro non hanno titolo a partecipare alla ripartizione degli utili, incluso il reddito riveniente dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema, né sono tenute al ripianamento delle perdite della BCE.

Le BCN dei paesi non aderenti all'area dell'euro hanno versato gli importi esposti nella tavola seguente.

⁴⁶ 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. Nel 2016 non sono state effettuate 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 PSPP⁴⁷.

Se a fine esercizio risultano garanzie in contante investite, le relative operazioni di prestito titoli sono registrate nei conti fuori bilancio⁴⁸. Al 31 dicembre 2016 è in essere un importo di 10,9 miliardi di euro (4,5 miliardi nel 2015) relativo a tali operazioni. Di questo ammontare, 3,9 miliardi di euro (0,3 miliardi nel 2015) sono riconducibili al prestito di titoli detenuti per finalità di politica monetaria.

17 Future su tassi di interesse

Al 31 dicembre 2016 sono in essere le seguenti operazioni in valuta, esposte ai tassi di mercato di fine esercizio:

Future su tassi di interesse in valuta	2016 Valore dei contratti €	2015 Valore dei contratti €	Variazione €
Acquisti	558.770.515	694.406.172	(135.635.657)
Vendite	2.258.798.975	690.554.100	1.568.244.875

Tali operazioni sono state eseguite nell’ambito della gestione delle riserve ufficiali della BCE.

18 Swap su tassi di interesse

Al 31 dicembre 2016 risultano in essere swap su tassi di interesse per un valore nozionale di 378,3 milioni di euro (274,5 milioni nel 2015). Tali operazioni sono state eseguite nell’ambito della gestione delle riserve ufficiali della BCE.

⁴⁷ La BCE non acquista titoli nell’ambito del CSPP e di conseguenza non ha consistenze disponibili per il prestito relative a questo programma.

⁴⁸ 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 ufficiali

Nel 2016, nel quadro della gestione delle riserve ufficiali 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 2016 sono rilevate ai tassi di mercato di fine esercizio:

Operazioni di swap e a termine in valuta	2016 €	2015 €	Variazione €
Attività	3.123.544.615	2.467.131.004	656.413.611
Passività	2.855.828.167	2.484.517.472	371.310.695

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 2016 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 2016 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 che istituisce il Meccanismo europeo di

stabilità, agendo 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.

	2016 €	2015 €	Variazione €
Interessi attivi sui conti correnti	1.499.288	552.459	946.829
Interessi attivi sui depositi del mercato monetario	18.095.835	6.306.443	11.789.392
Interessi attivi/(passivi) sulle operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine	(34.017)	38.311	(72.328)
Interessi attivi sulle operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	12.745.338	2.920.201	9.825.137
Interessi attivi sui titoli	304.958.993	261.121.900	43.837.093
Interessi attivi/(passivi) sulle operazioni di swap su tassi di interesse	19.080	(861.355)	880.435
Interessi attivi sulle operazioni a termine e di swap in valuta	33.157.253	13.127.982	20.029.271
Interessi attivi sulle riserve ufficiali (netti)	370.441.770	283.205.941	87.235.829

L'incremento complessivo di questa posta di bilancio nel 2016 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 accoglie 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*). Malgrado l'aumento del 4,7 per cento della consistenza media delle banconote in circolazione, si è registrata una riduzione degli interessi attivi nel 2016 dovuta al fatto che il tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato inferiore rispetto all'esercizio precedente (0,01 per cento nel 2016 a fronte dello 0,05 per cento del 2015).

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*). La diminuzione registrata nel 2016 riflette la riduzione del tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principali rispetto all'esercizio precedente.

22.4 Altri interessi attivi e altri interessi passivi⁴⁹

Nel 2016 queste voci ricomprendono soprattutto interessi attivi netti per 1,0 miliardi di euro (0,9 miliardi nel 2015) sui titoli acquistati dalla BCE per finalità di politica monetaria. Di questo ammontare, 0,5 miliardi di euro (0,6 miliardi nel 2015) sono connessi agli interessi attivi netti generati dai titoli acquistati nell'ambito dell'SMP e 0,4 miliardi di euro (0,2 miliardi nel 2015) agli interessi attivi netti maturati sui titoli acquisiti nel quadro dell'APP.

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 2016 su operazioni finanziarie.

	2016 €	2015 €	Variazione €
Utili netti da negoziazione da prezzo	159.456.244	175.959.137	(16.502.893)
Utili netti da negoziazione in cambi e su oro	65.085.498	38.474.593	26.610.905
Utili netti realizzati su operazioni finanziarie	224.541.742	214.433.730	10.108.012

Nel 2016 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 negoziazione 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 ai deflussi delle consistenze in DSP nel contesto dell'accordo di scambio con l'FMI per l'acquisto e la vendita di DSP (cfr. la nota 2.1, *Crediti verso l'FMI*).

⁴⁹ Con effetto dal 2016 gli interessi attivi e passivi maturati sui titoli detenuti per finalità di politica monetaria sono registrati su base netta alle voci "Altri interessi attivi" o "Altri interessi passivi", a seconda che l'importo netto sia positivo o negativo (cfr. la sezione *Riclassificazioni* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

24 Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie

La tavola seguente riporta le svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie nel 2016.

	2016 €	2015 €	Variazione €
Perdite non realizzate su titoli	(148.159.250)	(63.827.424)	(84.331.826)
Perdite non realizzate su swap su tassi di interesse	-	(223.892)	223.892
Perdite non realizzate in cambi	(12.760)	(1.901)	(10.859)
Totale svalutazioni	(148.172.010)	(64.053.217)	(84.118.793)

Le più elevate svalutazioni rispetto al 2015 sono attribuibili soprattutto all'incremento dei rendimenti di mercato dei titoli detenuti nel portafoglio in dollari statunitensi contestualmente alla riduzione complessiva del loro valore di mercato.

25 Proventi/spese netti per provvigioni e commissioni

	2016 €	2015 €	Variazione €
Provvigioni e commissioni attive	382.191.051	277.324.169	104.866.882
Provvigioni e commissioni passive	(10.868.282)	(8.991.908)	(1.876.374)
Proventi netti da provvigioni e commissioni	371.322.769	268.332.261	102.990.508

Nel 2016 tali proventi sono rappresentati principalmente dai contributi per le attività di vigilanza. Le spese sono rappresentate soprattutto dalle commissioni di custodia e dalle provvigioni corrisposte ai gestori patrimoniali esterni incaricati di acquistare, 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 n. 1024/2013/UE del Consiglio del 15 ottobre 2013. Al fine di coprire le spese sostenute per l'assolvimento di queste funzioni la BCE richiede ai soggetti vigilati contributi annuali. Ad aprile 2016 la BCE ha annunciato che i contributi annuali per le attività di vigilanza relativi al medesimo esercizio sarebbero ammontati a 404,5 milioni di euro⁵⁰. Questo ammontare si basa sulle spese annuali stimate per il 2016, pari a 423,2 milioni di euro, rettificata per (1) la differenza positiva per 18,9 milioni di euro dei contributi del 2015 rispetto alle spese effettive dello stesso anno, (2) gli importi rimborsati in relazione alle variazioni del

⁵⁰ Questo importo è stato fatturato nell'ottobre 2016 con termine di pagamento fissato al 18 novembre 2016.

numero o della classificazione dei soggetti vigilati⁵¹ (0,3 milioni di euro) e (3) gli interessi di mora pari a 0,1 milioni di euro per i ritardi nei pagamenti nel 2015.

Sulla base delle spese effettive sostenute dalla BCE in relazione ai compiti di vigilanza bancaria, i proventi dei contributi si sono attestati a 382,2 milioni di euro nel 2016.

	2016 €	2015 €	Variazione €
Contributi per le attività di vigilanza	382.151.355	277.086.997	105.064.358
<i>di cui:</i>			
Contributi a carico dei soggetti o gruppi significativi	338.418.328	245.620.964	92.797.364
Contributi a carico dei soggetti o gruppi meno significativi	43.733.027	31.466.033	12.266.994
Proventi totali derivanti dalle funzioni di vigilanza bancaria	382.151.355	277.086.997	105.064.358

Il risultato positivo di 41,1 milioni di euro derivante dalla differenza tra le spese stimate (423,2 milioni di euro) e le spese effettive (382,2 milioni di euro) per il 2016 è riportato alla voce "Ratei e risconti passivi" (cfr. la nota 12.2, *Ratei e risconti passivi*). Questo importo ridurrà i contributi per le attività di vigilanza richiesti nel 2017.

La BCE ha inoltre il potere di imporre ai soggetti vigilati ammende o penalità in caso di inosservanza degli obblighi previsti dai regolamenti e dalle decisioni da essa adottati. Nel 2016 non sono state irrogate ammende, né penalità.

Le spese relative all'MVU 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).

Spese disaggregate nel 2016:

	2016 €	2015 €	Variazione €
Stipendi e benefici	180.655.666	141.262.893	39.392.773
Locazione e gestione degli immobili	58.103.644	25.513.220	32.590.424
Altre spese di esercizio	143.392.045	110.310.884	33.081.161
Spese totali derivanti dalle funzioni di vigilanza bancaria	382.151.355	277.086.997	105.064.358

L'aumento del numero complessivo del personale della Vigilanza bancaria della BCE, il trasferimento in un'altra sede e la fornitura di infrastrutture statistiche e informatiche per lo svolgimento dei compiti di vigilanza hanno contribuito all'incremento delle spese totali relative all'MVU nel 2016.

⁵¹ In conformità all'articolo 7 del Regolamento della BCE sui contributi per le attività di vigilanza (BCE/2014/41), 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.

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 2016 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 2016 l'aumento del numero medio dei dipendenti della BCE ha determinato un incremento complessivo di questa voce, compensato in parte dalla riduzione delle spese nette relative ai benefici successivi al rapporto di lavoro e agli altri benefici a lungo termine.

La voce comprende gli stipendi, le indennità, i costi assicurativi per il personale e altri costi, per un importo di 349,5 milioni di euro (306,4 milioni nel 2015). È incluso altresì un ammontare di 117,0 milioni di euro (134,4 milioni nel 2015) rilevato in relazione ai piani pensionistici della BCE, agli altri benefici successivi al rapporto di lavoro e agli altri benefici a lungo termine (cfr. la nota 12.3, *Varie*).

Gli stipendi e le indennità, incluse le remunerazioni dei dirigenti di grado superiore, sono essenzialmente basati sullo schema retributivo delle istituzioni dell'UE e sono quindi confrontabili con esso.

I membri del Comitato esecutivo percepiscono uno stipendio base, come pure i membri del Consiglio di vigilanza dipendenti della BCE. Questi ultimi, se sono a tempo parziale, ricevono 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, ai membri dei due organi spettano 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 2016⁵²:

	2016 €	2015 €
Mario Draghi (Presidente)	389.760	385.860
Vitor Constâncio (Vicepresidente)	334.080	330.744
Peter Praet (Membro del Comitato esecutivo)	277.896	275.604
Benoît Cœuré (Membro del Comitato esecutivo)	277.896	275.604
Yves Mersch (Membro del Comitato esecutivo)	277.896	275.604
Sabine Lautenschläger (Membro del Comitato esecutivo)	277.896	275.604
Totale per il Comitato esecutivo	1.835.424	1.819.020
Totale per il Consiglio di vigilanza (membri dipendenti della BCE) ⁵³	631.254	635.385
<i>di cui:</i>		
<i>Danièle Nouy (Presidente del Consiglio di vigilanza)</i>	277.896	275.604
Totale	2.466.678	2.454.405

Inoltre, la retribuzione aggiuntiva dei membri a tempo parziale del Consiglio di vigilanza ammonta a 343.341 euro (352.256 euro nel 2015).

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 807.475 euro (625.021 nel 2015). Nel dicembre 2015 il Consiglio direttivo ha deciso che, per il personale e i membri dei due organi che sostengono integralmente le spese di un'assicurazione sanitaria privata, la BCE avrebbe corrisposto un importo equivalente al contributo versato in loro favore qualora fossero coperti dall'assicurazione sanitaria stipulata dalla BCE. Inoltre, è prevista una clausola retroattiva applicabile ai pagamenti per l'assicurazione sanitaria dal 1° gennaio 2013. In ragione di questa clausola, le indennità relative al 2017 dovrebbero essere inferiori rispetto al 2016.

Ai precedenti membri dei due organi possono essere erogati pagamenti transitori per un periodo limitato successivo al termine del mandato. Nel 2016 non sono stati effettuati pagamenti della specie. Le pensioni liquidate agli ex membri o a persone a loro carico, incluse le relative indennità, e i contributi versati per l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni ammontano a 834.668 euro (783.113 nel 2015).

A fine 2016 il numero dei dipendenti titolari di un contratto con la BCE risulta pari a 3.171 unità effettive equivalenti a tempo pieno⁵⁴, di cui 320 in posizioni dirigenziali. Nel corso dell'esercizio sono intervenute le seguenti variazioni del personale in servizio.

⁵² Importi al lordo dell'imposta in favore dell'UE.

⁵³ Nel totale non è inclusa la retribuzione di Sabine Lautenschläger che figura invece fra quelle degli altri membri del Comitato esecutivo.

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.

	2016	2015
Totale delle unità al 1° gennaio (escluse le assunzioni al 1° gennaio)	2.871	2.577
Assunzioni/cambiamenti di contratto	725	648
Dimissioni/scadenze di contratto	(380)	(299)
Incremento/(diminuzione) netti dovuti a variazioni delle prestazioni di lavoro a tempo parziale	(45)	(55)
Totale delle unità al 31 dicembre	3.171	2.871
Numero medio di unità	3.007	2.722

29 Spese di amministrazione

In questa voce rientrano tutte le altre spese correnti relative agli affitti per immobili, alla manutenzione dei fabbricati, 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, l'insediamento, la formazione e il ritrasferimento del personale alla cessazione del servizio.

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.

President and Governing Council
of the European Central Bank
Frankfurt am Main

8 February 2017

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 2016, 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 2016 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).

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), 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).

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

8 febbraio 2017

Relazione del revisore indipendente

Parere

Abbiamo esaminato il bilancio della Banca centrale europea, comprendente lo stato patrimoniale al 31 dicembre 2016, 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 2016 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).

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), 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.

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, se sussistano 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 2016.

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 2016 con un utile netto di 1.193,1 milioni di euro. Per decisione del Consiglio direttivo, al 31 gennaio 2017 è stato conferito alle BCN dei paesi dell'area dell'euro un importo di 966,2 milioni di euro a titolo di acconto sul dividendo. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di distribuire l'utile residuo, pari a 226,9 milioni di euro, alle BCN dei paesi dell'area dell'euro.

	2016 €	2015 €
Utile dell'esercizio	1.193.108.250	1.081.790.763
Acconto sul dividendo	(966.234.559)	(812.134.494)
Utile al netto dell'acconto	226.873.691	269.656.269
Distribuzione dell'utile residuo	(226.873.691)	(269.656.269)
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 al ripianamento delle 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.

Stato patrimoniale consolidato dell'Eurosistema al 31 dicembre 2016¹

(milioni di euro)²

ATTIVO	31 dicembre 2016	31 dicembre 2015
1 Oro e crediti in oro	382.061	338.713
2 Crediti denominati in valuta estera nei confronti di non residenti nell'area dell'euro	327.854	307.243
2.1 Crediti nei confronti dell'FMI	78.752	80.384
2.2 Saldi presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	249.102	226.860
3 Crediti denominati in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	30.719	31.110
4 Crediti denominati in euro nei confronti di non residenti nell'area dell'euro	19.082	20.242
4.1 Saldi presso banche, investimenti in titoli e prestiti	19.082	20.242
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	595.873	558.989
5.1 Operazioni di rifinanziamento principali	39.131	88.978
5.2 Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	556.570	469.543
5.3 Operazioni temporanee di fine tuning	0	0
5.4 Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0
5.5 Operazioni di rifinanziamento marginale	172	468
5.6 Crediti connessi a richieste di margini	0	0
6 Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro	69.104	107.864
7 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	1.974.899	1.161.004
7.1 Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	1.654.026	803.135
7.2 Altri titoli	320.873	357.869
8 Crediti denominati in euro verso le amministrazioni pubbliche	26.460	25.145
9 Altre attività	236.847	230.236
Totale attivo	3.662.901	2.780.546

¹ Redatto sulla base di dati provvisori non sottoposti a revisione. I bilanci di tutte le BCN saranno ultimati per la fine di maggio 2017 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 2016	31 dicembre 2015
1 Banconote in circolazione	1.126.216	1.083.539
2 Passività denominate in euro relative a operazioni di politica monetaria nei confronti di enti creditizi dell'area dell'euro	1.313.264	768.419
2.1 Conti correnti (inclusi i depositi di riserva obbligatoria)	888.988	555.864
2.2 Depositi presso la banca centrale	424.208	212.415
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	69	140
3 Altre passività denominate in euro nei confronti di enti creditizi dell'area dell'euro	9.427	5.200
4 Certificati di debito emessi	0	0
5 Passività denominate in euro nei confronti di altri residenti nell'area dell'euro	220.760	141.805
5.1 Amministrazioni pubbliche	114.880	59.295
5.2 Altre passività	105.880	82.510
6 Passività denominate in euro nei confronti di non residenti nell'area dell'euro	205.678	54.529
7 Passività denominate in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	3.644	2.803
8 Passività denominate in valuta estera nei confronti di non residenti nell'area dell'euro	9.301	3.677
8.1 Depositi, saldi e altre passività	9.301	3.677
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	59.263	59.179
10 Altre passività	221.402	217.492
11 Conti di rivalutazione	394.418	345.703
12 Capitale e riserve	99.527	98.199
Totale passivo	3.662.901	2.780.546

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 2017.

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								
2016 26 Oct.	36,027	77	36,027	0.00	-	-	-	6
1 Nov.	32,728	59	32,728	0.00	-	-	-	8
9 Nov.	31,449	69	31,449	0.00	-	-	-	7
16 Nov.	32,639	72	32,639	0.00	-	-	-	7
23 Nov.	33,719	79	33,719	0.00	-	-	-	7
30 Nov.	35,952	86	35,952	0.00	-	-	-	7
7 Dec.	35,762	77	35,762	0.00	-	-	-	7
14 Dec.	36,822	76	36,822	0.00	-	-	-	7
21 Dec.	32,877	53	32,877	0.00	-	-	-	7
28 Dec.	39,131	74	39,131	0.00	-	-	-	7
Longer-term refinancing operations ⁵⁾								
2016 29 June ⁶⁾	399,289	514	399,289	0.00	-	-	-	1,456
30 June	7,726	55	7,726	0.00	-	-	-	91
28 July	7,010	70	7,010	0.00	-	-	-	91
1 Sep.	5,015	58	5,015	0.00	-	-	-	91
28 Sep. ⁶⁾	45,270	249	45,270	0.00	-	-	-	1,463
29 Sep.	4,570	40	4,570	0.00	-	-	-	84
27 Oct.	5,427	55	5,427	0.00	-	-	-	91
1 Dec.	3,270	46	3,270	0.00	-	-	-	84
21 Dec. ⁶⁾	62,161	200	62,161	0.00	-	-	-	1,456
22 Dec. ⁷⁾	2,671	36	2,671	-	-	-	-	98

Source: ECB.

1) Only the 10 last operations until the end of 2016 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 2016 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

(percentages per annum; period averages)

	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.6	4.5	2.5	2.4	1.7	0.8	0.5
Germany	3.1	4.3	1.7	1.6	1.2	0.5	0.1
Estonia ²⁾
Ireland	4.4	4.4	4.4	3.8	2.4	1.2	0.7
Greece	7.5	4.8	11.0	10.1	6.9	9.7	8.4
Spain	4.1	4.4	3.7	4.6	2.7	1.7	1.4
France	3.4	4.4	2.2	2.2	1.7	0.8	0.5
Italy	4.2	4.6	3.7	4.3	2.9	1.7	1.5
Cyprus	5.3	5.3	5.3	6.5	6.0	4.5	3.8
Latvia	5.2	5.3	5.1	3.3	2.5	1.0	0.5
Lithuania	5.0	5.2	4.8	3.8	2.8	1.4	0.9
Luxembourg	3.1	4.1	2.0	1.9	1.3	0.4	0.3
Malta	4.1	5.0	3.2	3.4	2.6	1.5	0.9
Netherlands	3.3	4.4	2.0	2.0	1.5	0.7	0.3
Austria	3.4	4.4	2.2	2.0	1.5	0.7	0.4
Portugal	5.1	4.5	5.8	6.3	3.8	2.4	3.2
Slovenia	4.5	5.1	3.9	5.8	3.3	1.7	1.1
Slovakia	4.2	5.3	3.0	3.2	2.1	0.9	0.5
Finland	3.3	4.4	2.0	1.9	1.4	0.7	0.4
Euro area	3.7	4.4	2.9	3.0	2.0	1.2	0.9
Bulgaria	4.6	5.0	4.3	3.5	3.3	2.5	2.3
Czech Republic	3.5	4.6	2.5	2.1	1.6	0.6	0.4
Denmark	3.3	4.5	1.8	1.7	1.3	0.7	0.3
Croatia	5.3	5.1	5.3	4.7	4.1	3.6	3.5
Hungary	6.7	7.3	6.2	5.9	4.8	3.4	3.1
Poland	5.6	6.6	4.5	4.0	3.5	2.7	3.0
Romania	6.4	7.3	6.0	5.4	4.5	3.5	3.3
Sweden	3.4	4.5	1.9	2.1	1.7	0.7	0.5
United Kingdom	3.7	4.8	2.3	2.0	2.1	1.8	1.2
European Union	3.8	4.6	2.9	3.0	2.2	1.4	1.1
United States	3.7	4.7	2.5	2.3	2.5	2.1	1.8
Japan	1.2	1.5	0.8	0.7	0.6	0.4	0.0

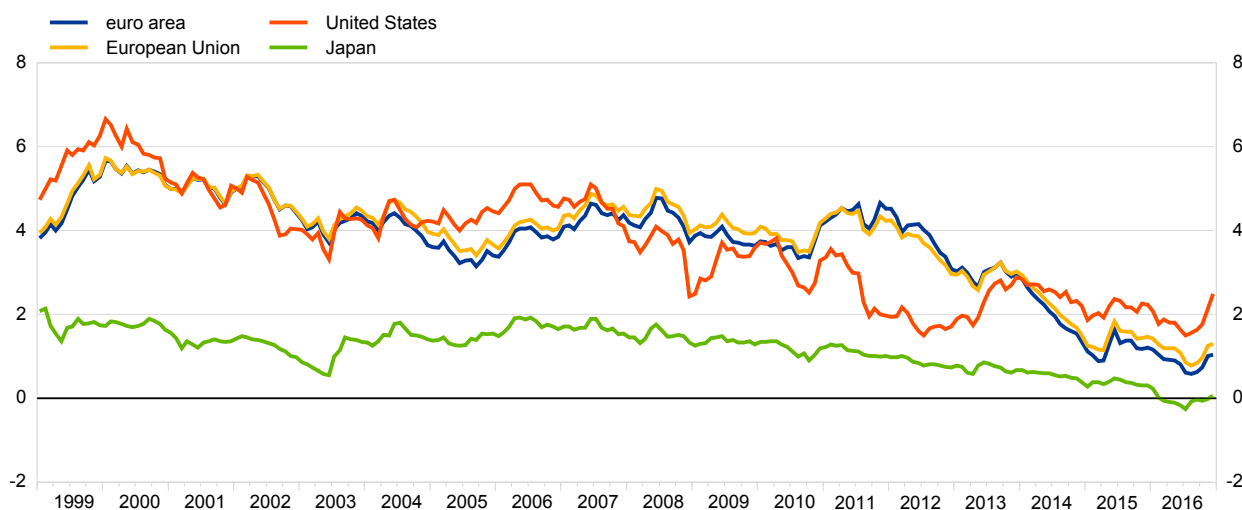
Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

1) 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.

2) 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⁾

(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) 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)

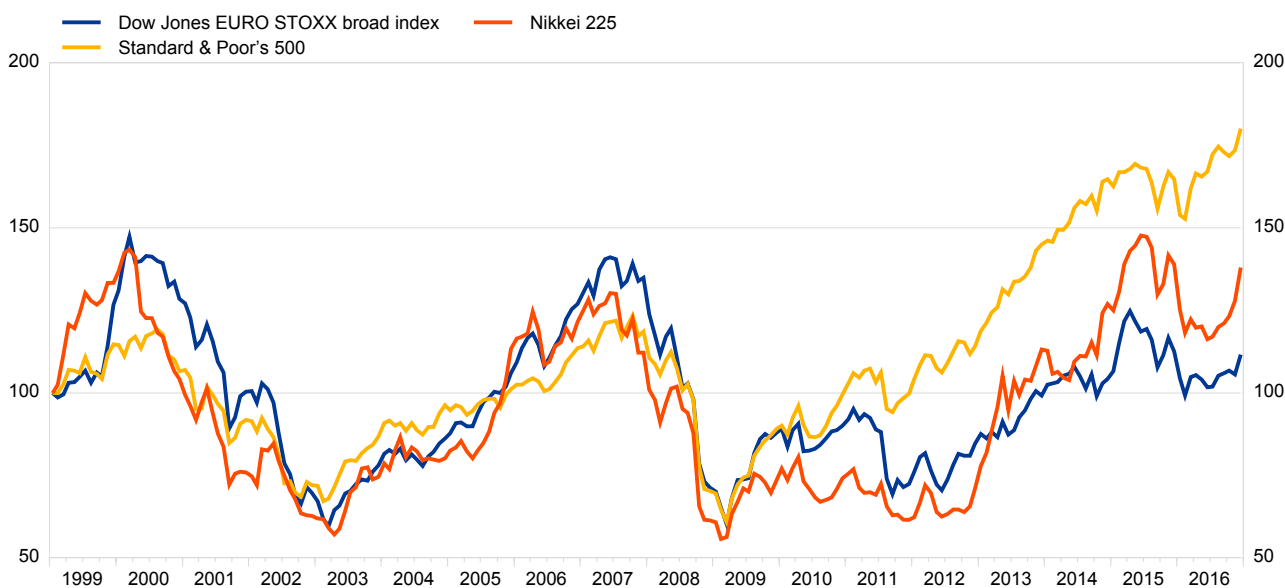
	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium - BEL 20 Index	8.0	-42.9	43.6	18.1	12.4	12.6	-2.5
Germany - DAX 30 Index	65.0	-30.9	92.7	25.5	2.7	9.6	6.9
Estonia - OMXT Index	756.9	119.0	165.8	11.4	-7.7	19.1	19.6
Ireland - ISEQ Index	29.9	-53.3	119.1	33.6	15.1	30.0	-4.0
Greece - ASE Index	-88.7	-68.7	-70.7	28.1	-28.9	-23.6	1.9
Spain - IBEX 35 Index	-19.7	-21.0	-21.7	21.4	3.7	-7.2	-2.0
France - CAC 40 Index	-18.4	-46.0	23.5	18.0	-0.5	8.5	4.9
Italy - FTSEMIB Index	-54.9	-54.3	-17.3	16.6	0.2	12.7	-10.2
Cyprus - CSE Index	-93.4	9.4	-95.8	-10.1	-17.0	-20.9	-2.0
Latvia - OMXR Index	371.0	74.1	163.1	16.2	-11.3	45.7	23.5
Lithuania - OMXV Index	458.5	79.3	113.4	18.7	7.3	7.4	14.9
Luxembourg - LuxX Index	19.5	-29.8	21.7	16.1	4.9	-8.5	20.0
Malta - MSE Index	34.5	-6.8	33.8	14.8	-9.6	33.0	4.5
Netherlands - AEX Index	-28.0	-63.4	44.1	17.2	5.6	4.1	9.4
Austria - ATX Index	118.6	46.2	4.9	6.1	-15.2	11.0	9.2
Portugal - PSI 20 Index	-60.9	-47.0	-44.7	16.0	-26.8	10.7	-11.9
Slovenia - SBITOP Index	-51.3	-42.0	-27.0	3.2	19.6	-11.2	3.1
Slovakia - SAX Index	313.4	366.0	19.3	2.9	12.4	31.5	9.0
Finland - OMXH Index	-38.9	-62.9	37.9	26.5	5.7	10.8	3.6
Euro area - DJ EURO STOXX Broad Index	-15.9	-46.5	27.5	20.5	1.7	8.0	1.5
Bulgaria - SOFIX Index	449.5	236.0	37.3	42.3	6.2	-11.7	27.2
Czech Republic - PX 50 Index	88.2	75.3	-17.5	-4.8	-4.3	1.0	-3.6
Denmark - OMXC 20 Index	245.7	-3.1	162.5	24.1	20.9	36.2	-12.8
Croatia - CROBEX Index	70.1	46.9	-0.5	3.1	-2.7	-3.2	18.1
Hungary - BUX Index	262.9	38.8	50.8	2.2	-10.4	43.8	33.8
Poland - WIG Index	186.2	50.6	29.4	8.1	0.3	-9.6	11.4
Romania - BET Index	1,479.6	546.8	51.0	26.1	9.1	-1.1	1.2
Sweden - OMXS 30 Index	26.5	-44.8	59.4	20.7	9.9	-1.2	4.9
United Kingdom - FTSE 100 Index	3.1	-36.0	32.0	14.4	-2.7	-4.9	14.4
United States - S&P 500 Index	52.4	-38.5	100.8	29.6	11.4	-0.7	9.5
Japan - Nikkei 225 Index	1.0	-53.2	81.2	56.7	7.1	9.1	0.4

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)

	1999-2016 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Euro area - EURIBOR	2.09	3.35	0.52	0.22	0.21	-0.02	-0.26
Bulgaria - SOFIBOR	3.19	4.57	2.31	1.14	0.78	0.54	0.15
Czech Republic - PRIBOR	2.45	3.70	0.89	0.46	0.36	0.31	0.29
Denmark - CIBOR	2.36	3.64	0.76	0.27	0.31	-0.12	-0.15
Croatia - ZIBOR	5.44	7.54	2.81	1.52	0.97	1.23	0.85
Hungary - BUBOR	7.42	9.70	4.58	4.32	2.41	1.61	0.99
Poland - WIBOR	6.55	9.11	3.35	3.03	2.52	1.75	1.70
Romania - ROBOR	15.46	24.65	4.82	4.23	2.54	1.33	0.78
Sweden - STIBOR	2.33	3.44	0.93	1.19	0.66	-0.19	-0.49
United Kingdom - LIBOR	2.08	3.35	0.48	0.15	0.18	-0.02	-0.28
United States - LIBOR	2.26	3.73	0.42	0.27	0.23	0.32	0.74
Japan - LIBOR	0.24	0.29	0.18	0.15	0.13	0.09	-0.02

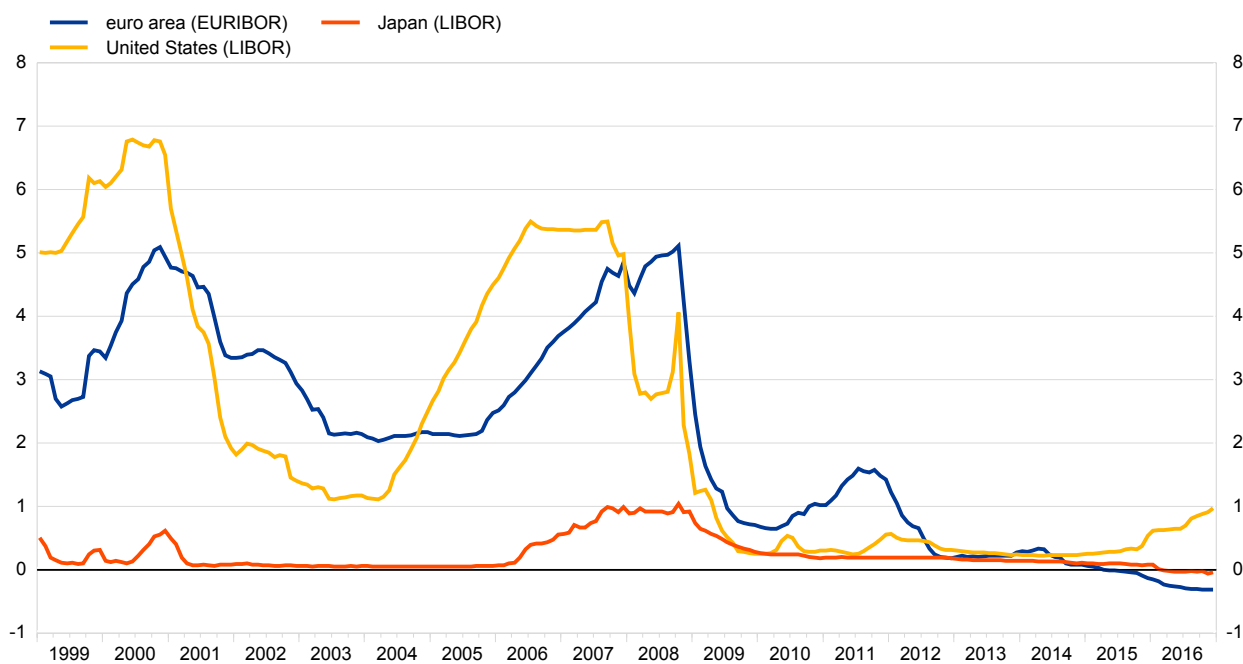
Source: ECB calculations based on Thomson Reuters and Thomson Reuters Datastream daily data.

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⁾

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.13	4.24	2.30	2.28	2.26	1.98	1.77
Germany	3.62	4.75	2.78	2.57	2.48	2.09	1.88
Estonia	-	-	3.61	3.16	2.97	2.51	2.49
Ireland	4.16	5.10	3.46	3.60	3.69	3.06	2.80
Greece	5.71	5.78	5.66	6.25	5.83	5.13	4.92
Spain	3.58	4.21	3.10	3.58	3.36	2.61	2.12
France	3.10	4.11	2.33	2.18	2.11	1.74	1.60
Italy	4.00	4.90	3.34	4.00	3.56	2.67	2.15
Cyprus	-	-	5.92	6.30	5.82	4.78	4.19
Latvia	-	-	-	-	3.51	3.33	2.87
Lithuania	-	-	-	-	-	2.50	2.32
Luxembourg	2.88	4.03	2.02	1.77	1.65	1.56	1.34
Malta	-	-	4.39	4.48	4.26	3.94	3.47
Netherlands	3.21	4.30	2.39	2.36	2.32	1.84	1.48
Austria	3.08	4.26	2.20	2.01	1.97	1.82	1.71
Portugal	5.11	5.34	4.93	5.64	5.00	3.96	3.29
Slovenia	4.41	4.36	4.45	4.85	4.39	3.12	2.43
Slovakia	-	-	2.87	2.62	2.66	2.41	2.24
Finland	2.96	4.05	2.14	2.08	2.13	1.85	1.71
Euro area ²⁾	3.56	4.51	2.85	2.98	2.78	2.25	1.92

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⁾

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.77	4.38	3.31	3.45	3.17	2.49	2.11
Germany	3.77	4.81	2.98	2.76	2.50	1.96	1.76
Estonia	-	-	2.96	2.72	2.52	2.30	2.32
Ireland	3.67	4.13	3.32	3.42	3.44	3.41	3.25
Greece	3.86	4.53	3.36	2.81	2.93	2.63	2.69
Spain	3.39	4.16	2.81	2.99	2.93	2.23	1.94
France	3.67	4.25	3.24	3.18	2.95	2.31	1.87
Italy	3.78	4.49	3.26	3.69	3.20	2.51	2.13
Cyprus	-	-	4.54	4.88	4.42	3.63	3.08
Latvia	-	-	-	-	3.33	3.08	2.88
Lithuania	-	-	-	-	-	1.88	1.94
Luxembourg	2.94	4.02	2.12	2.13	2.03	1.86	1.69
Malta	-	-	3.17	3.22	2.93	2.79	2.81
Netherlands	4.15	4.54	3.87	3.78	3.35	2.90	2.59
Austria	3.30	4.28	2.57	2.39	2.29	2.01	1.90
Portugal	3.48	4.17	2.96	3.25	3.19	2.38	1.90
Slovenia	4.24	5.55	3.26	3.20	3.21	2.53	2.20
Slovakia	-	-	4.12	4.10	3.42	2.74	2.04
Finland	2.74	3.85	1.90	2.01	1.81	1.36	1.16
Euro area ²⁾	3.66	4.42	3.09	3.07	2.80	2.26	1.97

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⁾

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.42	2.79	0.40	0.34	0.35	0.15	-0.03
Germany	1.49	2.86	0.47	0.24	0.24	0.16	0.02
Estonia	-	-	0.65	0.30	0.31	0.23	0.17
Ireland	1.67	2.75	0.87	0.57	0.41	0.15	0.05
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.00	2.90	1.32	1.55	0.80	0.36	0.21
France	1.76	2.89	0.92	0.81	0.74	0.31	0.21
Italy	1.99	2.88	1.33	1.80	1.22	0.87	1.04
Cyprus	-	-	2.74	2.68	2.44	1.72	1.41
Latvia	-	-	-	-	-	-	-
Lithuania	-	-	0.62	0.36	0.22	0.17	0.19
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	1.55	1.97	1.25	0.89	0.78
Netherlands	-	-	-	0.19	0.17	0.06	-0.03
Austria	1.67	2.92	0.74	0.45	0.44	0.32	0.26
Portugal	2.10	2.97	1.46	1.57	0.96	0.46	0.25
Slovenia	-	-	1.29	1.66	0.72	0.27	0.11
Slovakia	-	-	0.55	0.44	0.39	0.24	0.18
Finland	1.48	2.80	0.50	0.29	0.42	0.30	0.39
Euro area ⁽²⁾	1.72	2.86	0.87	0.94	0.61	0.32	0.18

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece, Latvia 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.

1.7.2 Households ¹⁾

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.84	2.75	1.16	1.29	1.17	1.00	0.65
Germany	1.79	2.80	1.04	0.86	0.69	0.47	0.42
Estonia	1.70	2.75	0.92	0.53	0.55	0.58	0.54
Ireland	1.80	2.64	1.17	0.94	0.64	0.29	0.16
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.22	2.89	1.72	1.83	0.99	0.46	0.21
France	2.39	2.89	2.01	2.18	2.19	1.68	1.24
Italy	1.88	2.07	1.73	2.14	1.59	1.20	1.08
Cyprus	-	-	3.21	2.95	2.56	1.77	1.53
Latvia	-	-	1.23	0.49	0.50	0.56	0.56
Lithuania	-	-	1.01	0.54	0.43	0.28	0.24
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	2.01	2.26	1.83	1.34	1.17
Netherlands	-	-	-	2.33	2.09	1.92	1.68
Austria	1.88	2.89	1.11	0.89	0.74	0.45	0.37
Portugal	2.25	2.67	1.94	2.16	1.59	0.75	0.39
Slovenia	-	-	1.80	2.25	1.25	0.58	0.33
Slovakia	-	-	1.86	1.71	1.67	1.68	1.34
Finland	2.03	2.97	1.32	1.10	1.09	0.96	0.56
Euro area ⁽²⁾	2.24	2.81	1.80	1.99	1.35	0.81	0.56

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

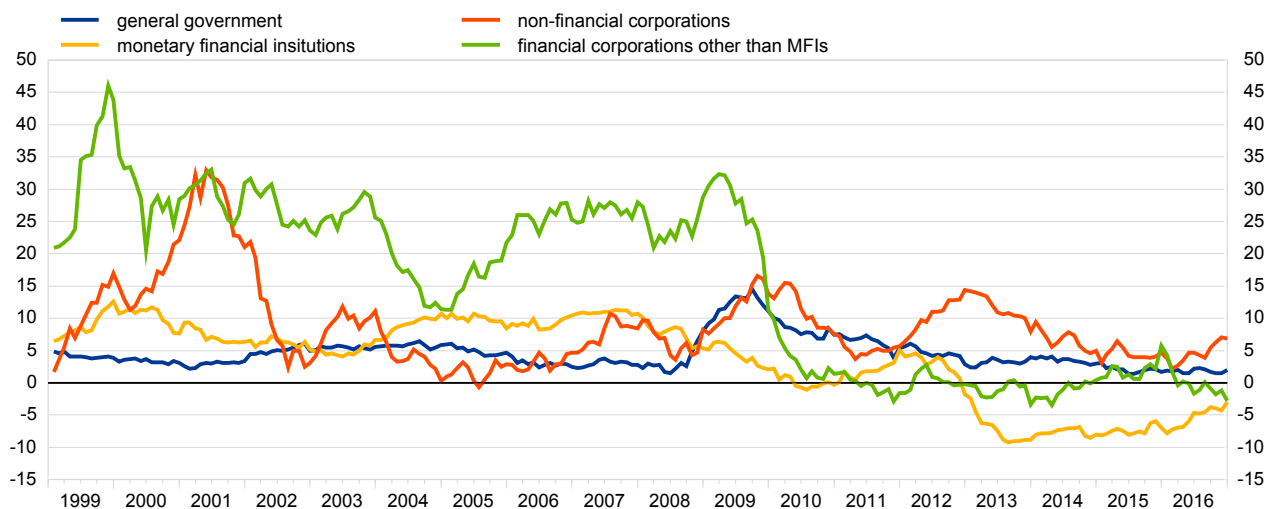
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.5	2.6	3.0	1.4	1.4	1.3	4.2
Germany	2.1	4.8	-1.2	-4.1	-2.6	-0.6	-1.3
Estonia	-	-	6.7	9.9	10.4	-0.5	2.4
Ireland	5.1	9.9	-2.2	-3.0	-3.5	-0.5	-3.3
Greece	2.0	12.6	-11.7	-25.6	-11.4	-4.6	-28.1
Spain	8.5	15.6	-0.7	-4.1	-6.9	-4.5	-0.7
France	6.2	8.4	3.2	0.1	2.7	0.6	1.4
Italy	4.1	6.4	0.4	1.5	-1.3	-3.8	-2.3
Cyprus	-	-	1.4	2.5	-5.6	-2.9	4.7
Latvia	-	-	21.2	34.4	34.9	8.9	10.9
Lithuania	-	-	1.2	-	3.7	-2.1	6.7
Luxembourg	6.0	0.2	12.5	20.8	13.3	16.6	2.3
Malta	-	-	9.4	6.8	14.3	13.1	11.1
Netherlands	7.1	12.6	0.6	-0.6	-0.6	0.9	0.2
Austria	4.7	9.6	-1.0	-2.0	-1.7	-3.3	-0.7
Portugal	6.8	10.4	0.2	-2.1	-7.5	-6.7	1.1
Slovenia	-	-	8.6	11.9	29.6	3.6	1.6
Slovakia	11.8	13.7	9.4	13.7	7.7	1.6	3.1
Finland	4.9	3.6	5.7	8.5	7.2	-0.9	1.3
Euro area	4.9	7.7	0.9	-0.6	-0.7	-0.6	-0.3

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

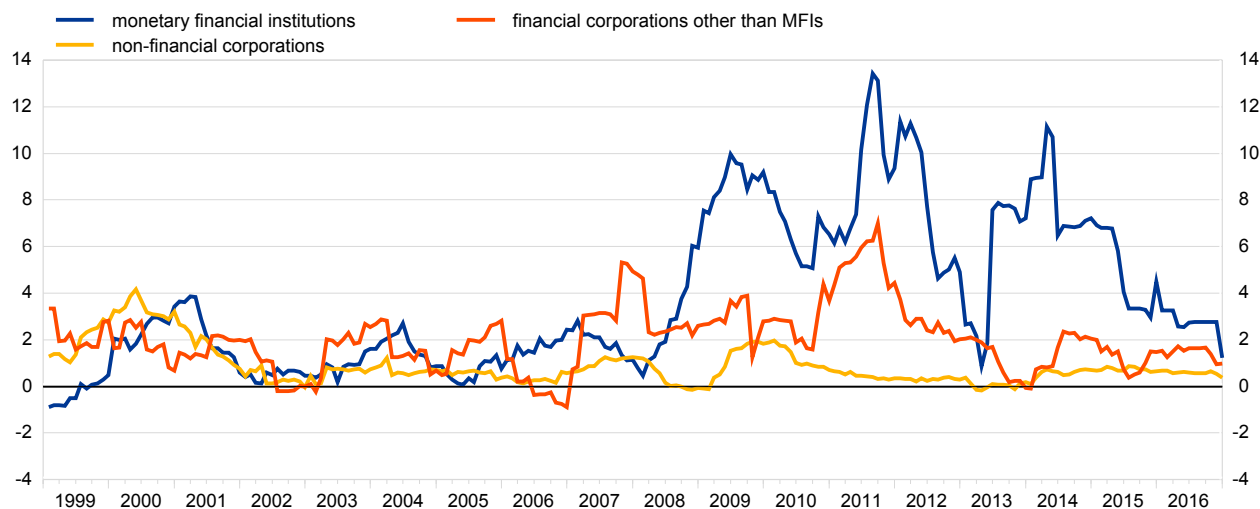
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	0.2	0.1	0.4	0.9	1.3	1.0	1.1
Germany	1.2	1.4	0.9	0.3	0.7	0.9	0.3
Estonia	-	-	-7.3	-4.5	-3.8	-4.8	-4.0
Ireland	2.6	1.0	0.5	-6.1	-0.7	0.3	-0.1
Greece	7.8	1.5	16.9	39.6	35.1	6.8	33.9
Spain	1.2	1.1	1.2	0.8	0.3	2.5	1.1
France	0.8	0.7	0.7	0.9	0.7	0.8	0.5
Italy	1.6	1.1	1.8	0.7	1.4	1.8	1.4
Cyprus	-	-	16.2	9.3	13.8	23.1	9.2
Latvia	-	-	0.5	0.0	0.1	0.6	1.7
Lithuania	-	-	-0.4	-	-0.7	-3.9	0.3
Luxembourg	6.0	5.7	7.3	2.7	9.6	6.9	11.5
Malta	-	-	4.6	2.2	5.1	8.0	6.0
Netherlands	0.3	0.3	0.3	-0.6	0.7	0.0	0.6
Austria	5.6	8.7	2.1	1.3	5.2	2.3	0.4
Portugal	2.3	2.3	2.2	2.3	3.2	3.4	0.3
Slovenia	-	-	0.9	2.8	1.1	0.5	0.0
Slovakia	-	-	0.5	-0.1	0.0	-0.1	-0.2
Finland	0.2	-0.5	1.1	1.4	2.3	0.9	0.8
Euro area	1.2	1.1	1.1	0.6	1.4	1.2	0.9

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)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Components of M3							
M3	5.3	7.5	2.5	0.9	3.8	4.7	5.0
M2	5.5	7.3	3.3	2.4	3.7	5.2	4.8
M1	7.5	7.8	7.2	5.6	8.0	10.5	8.8
Currency in circulation	7.3	9.0	5.2	5.3	6.5	6.8	3.5
Overnight deposits	7.6	7.6	7.6	5.7	8.4	11.3	9.8
M2-M1 (other short-term deposits)	2.9	7.1	-2.0	-1.8	-2.3	-3.3	-2.6
Deposits with an agreed maturity of up to two years	1.9	10.3	-7.7	-6.4	-5.4	-8.6	-7.6
Deposits redeemable at notice of up to three months	3.6	3.3	4.0	2.2	0.2	0.6	0.7
M3-M2 (marketable instruments)	2.7	8.8	-4.5	-16.1	4.4	-3.5	8.8
Repurchase agreements	-0.5	6.2	-8.3	-8.9	2.9	-39.1	-5.8
Money market fund shares	4.2	9.4	-2.0	-10.4	2.5	12.0	8.8
Debt securities issued with a maturity of up to two years	0.2	11.9	-12.8	-38.0	19.9	-25.3	23.8
Counterparts of M3 ²⁾							
MFI liabilities:							
Central government holdings	3.9	7.2	0.0	-14.2	-1.6	3.6	10.9
Longer-term financial liabilities vis-a-vis other euro area residents	3.8	6.6	0.3	-1.1	-2.2	-3.1	-2.1
Deposits with an agreed maturity of over two years	2.9	5.8	-0.6	-0.8	-5.1	-4.8	-3.4
Deposits redeemable at notice of over three months	-3.2	-0.9	-6.1	-13.5	2.2	-14.5	-11.5
Debt securities issued with a maturity of over two years	2.6	7.3	-3.0	-5.1	-6.1	-8.6	-5.4
Capital and reserves	6.4	7.4	5.3	3.8	4.5	4.3	2.0
MFI assets:							
Credit to euro area residents	4.5	6.9	1.5	-2.0	-0.2	2.3	4.7
Credit to general government	3.2	0.6	6.6	-0.7	2.1	7.9	11.7
of which: loans	0.3	-0.1	0.8	-6.3	1.5	-1.9	-3.1
Credit to the private sector ³⁾	4.8	8.7	0.2	-2.4	-0.8	0.7	2.5
of which: loans ⁴⁾	4.7	8.3	0.3	-2.4	-0.3	0.7	2.3

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

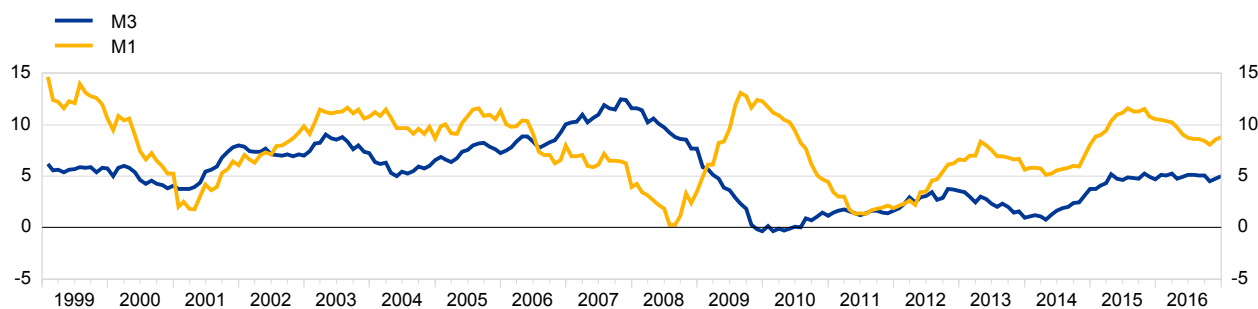
2) The table presents only selected counterparts to M3; i.e. net external assets and "other counterparts" (residual) are not included.

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)

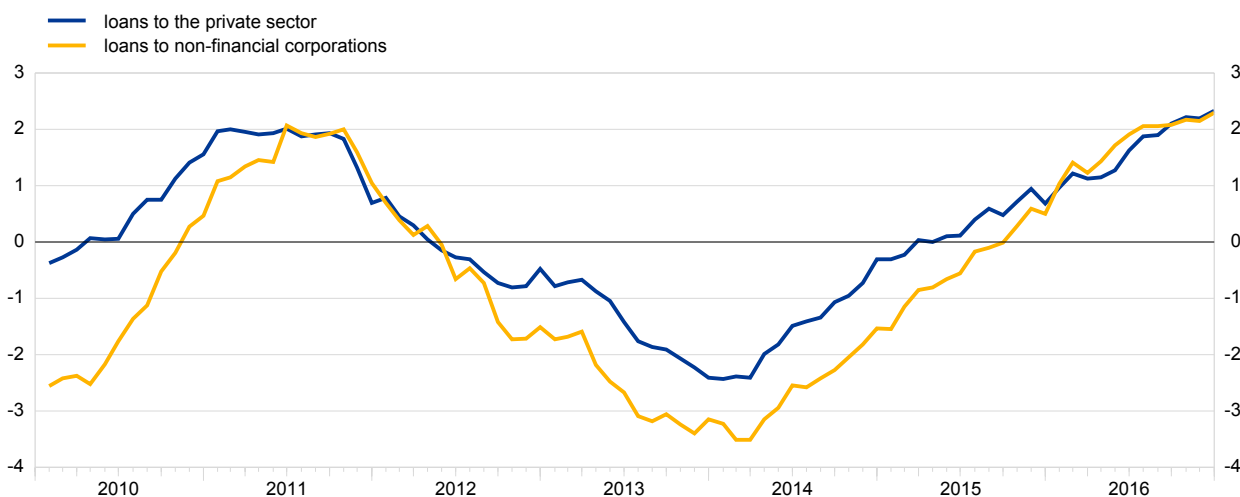
	2010-2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.9	4.9	2.1	1.3	1.1	0.7	3.8	6.9
Germany	0.3	-0.8	0.3	0.6	-1.9	-0.5	0.8	3.5
Estonia	1.8	-5.1	-4.9	3.1	3.6	3.6	6.4	6.6
Ireland	-4.5	-6.5	-2.4	-4.0	-5.7	-6.5	-5.3	-0.7
Greece	-2.3	0.0	-2.4	-6.2	-3.2	-2.8	-1.3	0.0
Spain	-4.5	-0.9	-4.0	-7.6	-9.8	-6.6	-1.2	-0.8
France	2.7	1.5	4.7	1.3	-0.2	2.9	3.3	5.3
Italy	-0.9	1.9	2.5	-2.2	-5.5	-2.5	-0.5	0.3
Cyprus	0.0	2.6	8.2	4.6	-5.7	-0.8	0.8	-8.4
Latvia	-0.5	-	-5.3	3.3	-0.6	-6.7	1.1	5.9
Lithuania	0.1	-9.5	0.3	2.5	-3.2	-1.2	3.3	9.8
Luxembourg	-0.3	-6.8	-5.4	-7.5	-3.0	2.9	7.5	12.0
Malta	-1.4	-2.0	2.8	-1.7	-9.1	4.2	-10.3	7.9
Netherlands	0.4	1.7	3.7	2.8	1.7	-3.6	-3.8	0.5
Austria	1.4	1.9	3.8	0.5	-0.2	1.1	0.7	2.1
Portugal	-2.8	1.7	-2.7	-5.2	-3.0	-6.8	-1.3	-1.9
Slovenia	-5.5	-0.1	-3.4	-4.8	-7.8	-13.9	-7.6	-0.1
Slovakia	3.1	1.6	7.6	-2.3	1.7	1.9	7.3	4.2
Finland	5.6	4.2	9.9	4.7	5.7	4.9	5.3	4.4
Euro area	-0.3	0.4	1.0	-1.6	-3.2	-1.5	0.5	2.3
Bulgaria	2.8	2.7	6.0	5.4	1.4	2.4	-0.3	2.2
Czech Republic	4.0	1.7	6.3	2.4	2.4	1.7	6.3	7.5
Denmark	-0.6	-1.9	-4.5	-2.0	1.1	0.5	-0.1	3.1
Croatia	-1.8	-	7.2	-12.3	0.5	-3.4	-3.2	1.5
Hungary	-2.1	-3.0	-5.9	-3.6	-1.3	1.8	-7.1	4.8
Poland	5.3	-1.2	14.0	5.8	1.5	5.1	7.9	4.9
Romania	0.8	9.4	9.9	1.2	-5.7	-3.5	-2.9	-1.8
Sweden	3.2	3.4	6.6	2.3	1.0	2.5	2.6	4.4
United Kingdom	-3.5	-7.1	-5.7	-5.1	-5.6	-3.4	-0.3	3.2

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 for euro area countries 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.

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)

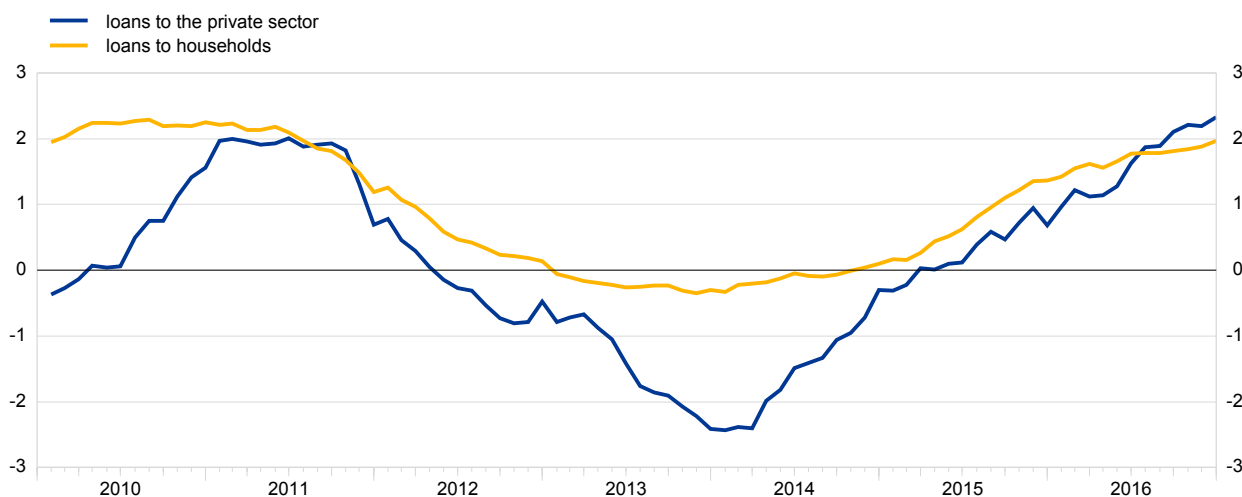
	2010-2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgium	4.4	6.3	5.3	4.1	2.2	3.8	4.3	5.1
Germany	1.5	0.7	0.7	1.3	1.2	1.5	2.8	2.8
Estonia	0.6	-3.0	-2.2	-2.3	0.4	2.5	3.9	5.3
Ireland	-3.8	-5.4	-3.8	-3.8	-3.9	-3.6	-3.7	-2.6
Greece	-3.0	-0.6	-4.3	-4.2	-3.0	-3.0	-2.8	-2.8
Spain	-2.8	-0.3	-2.7	-3.9	-5.0	-3.9	-2.2	-1.4
France	3.6	6.1	4.5	2.5	2.6	1.9	3.5	4.4
Italy	1.2	4.9	3.4	-0.5	-1.3	-0.5	0.7	1.9
Cyprus	0.7	9.1	4.7	1.7	-4.6	-2.7	-1.0	-1.2
Latvia	-3.7	-	-6.2	-5.3	-4.8	-3.9	-2.5	0.6
Lithuania	0.8	-5.2	-1.7	-1.5	0.0	1.5	4.9	8.2
Luxembourg	4.3	2.2	5.2	5.6	3.9	4.2	4.8	4.0
Malta	5.7	6.5	6.2	4.4	4.3	6.8	6.5	5.0
Netherlands	-0.3	1.6	0.8	-0.4	-1.7	-1.3	-0.7	-0.6
Austria	1.3	0.7	1.5	0.6	0.6	1.1	1.9	2.9
Portugal	-2.5	2.1	-2.2	-4.4	-4.1	-3.5	-2.8	-2.2
Slovenia	1.3	8.0	1.7	-1.7	-2.8	-1.5	0.6	4.9
Slovakia	12.0	12.5	11.1	10.3	10.3	13.2	13.1	13.4
Finland	3.7	6.1	5.6	4.9	2.1	1.9	2.6	2.6
Euro area	0.9	2.2	1.2	0.1	-0.3	0.1	1.4	2.0
Bulgaria	0.5	0.2	0.3	-0.3	0.4	-1.0	-0.3	4.1
Czech Republic	6.1	7.2	6.4	4.5	5.0	4.5	6.8	8.2
Denmark	0.5	1.4	0.8	0.6	-1.6	0.2	0.8	1.3
Croatia	-1.2	-	-2.3	-1.5	-1.3	-1.0	-1.8	0.6
Hungary	-7.6	-4.4	-16.7	-6.0	-5.8	-7.1	-12.0	-0.2
Poland	5.1	10.3	2.7	7.0	3.9	4.1	4.6	3.6
Romania	2.1	3.6	4.6	-2.0	-1.4	0.3	4.1	6.0
Sweden	6.1	8.0	5.3	4.4	4.9	5.8	7.5	7.1
United Kingdom	0.7	-5.6	-0.2	0.6	0.6	2.8	3.3	4.0

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 for euro area countries 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.

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)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.6	2.3	0.8	-0.1	1.7	1.5	1.2
Germany	1.3	1.6	1.0	0.5	1.6	1.7	1.9
Estonia	3.4	5.7	0.6	1.4	2.8	1.4	1.6
Ireland	4.8	5.3	4.2	1.1	8.5	26.3	.
Greece	0.2	3.5	-3.7	-3.2	0.4	-0.2	0.0
Spain	1.9	3.6	-0.2	-1.7	1.4	3.2	3.2
France	1.4	2.0	0.6	0.6	0.6	1.3	1.2
Italy	0.3	1.2	-0.8	-1.7	0.1	0.8	0.9
Cyprus	1.9	4.1	-0.8	-6.0	-1.5	1.7	2.8
Latvia	3.6	6.6	0.0	2.6	2.1	2.7	2.0
Lithuania	3.7	6.1	0.8	3.5	3.5	1.8	2.3
Luxembourg	2.8	3.6	2.1	4.2	4.7	3.5	.
Malta	3.1	2.4	3.7	4.5	8.3	7.4	5.0
Netherlands	1.6	2.5	0.4	-0.2	1.4	2.0	2.1
Austria	1.6	2.4	0.6	0.1	0.6	1.0	1.5
Portugal	0.7	1.6	-0.5	-1.1	0.9	1.6	1.4
Slovenia	2.3	4.3	-0.3	-1.1	3.1	2.3	2.5
Slovakia	3.6	5.1	1.9	1.5	2.6	3.8	3.3
Finland	1.6	3.3	-0.5	-0.8	-0.6	0.3	1.6
Euro area	1.3	2.1	0.3	-0.3	1.2	2.0	1.7
Bulgaria	3.1	4.7	1.1	0.9	1.3	3.6	3.4
Czech Republic	2.7	4.0	0.9	-0.5	2.7	4.5	2.4
Denmark	1.2	1.8	0.5	0.9	1.7	1.6	1.1
Croatia	1.5	3.7	-1.1	-1.1	-0.5	1.6	2.9
Hungary	2.2	3.4	0.6	2.1	4.0	3.1	2.0
Poland	3.7	4.2	3.1	1.4	3.3	3.9	2.8
Romania	3.5	5.4	1.1	3.5	3.1	3.9	4.8
Sweden	2.4	3.0	1.8	1.2	2.6	4.1	3.3
United Kingdom	1.9	2.5	1.2	1.9	3.1	2.2	1.8
European Union	1.5	2.3	0.6	0.2	1.6	2.2	1.9
United States	2.1	2.6	1.5	1.7	2.4	2.6	1.6
Japan	0.8	1.0	0.6	2.0	0.3	1.2	1.0

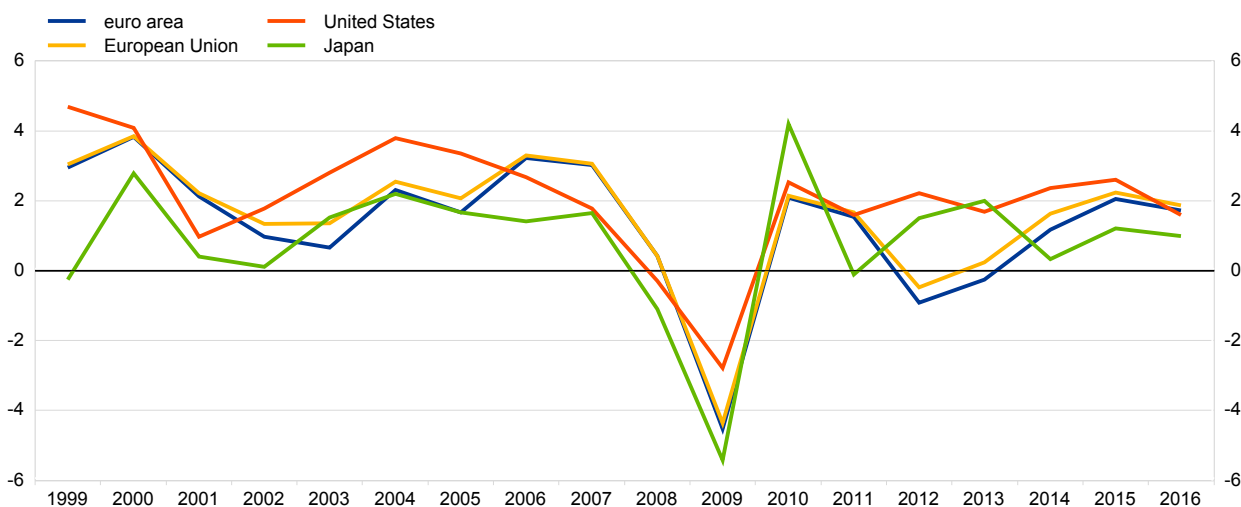
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

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)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.2	1.4	0.9	0.7	0.6	1.1	0.7
Germany	1.0	0.9	1.1	0.7	0.9	2.0	2.0
Estonia	3.9	6.6	0.7	3.8	3.3	4.7	4.1
Ireland	3.1	5.5	-0.2	-0.3	1.8	5.0	.
Greece	0.4	3.7	-3.4	-2.6	0.4	-0.2	1.4
Spain	1.5	3.3	-0.6	-3.1	1.6	2.9	3.2
France	1.7	2.3	0.9	0.5	0.7	1.5	1.9
Italy	0.4	1.0	-0.5	-2.5	0.3	1.6	1.4
Cyprus	2.6	5.3	-0.7	-5.9	0.7	1.9	2.9
Latvia	3.8	6.5	0.5	5.0	1.3	3.5	3.4
Lithuania	4.6	8.1	0.4	4.3	4.3	4.1	5.6
Luxembourg	2.2	2.3	2.1	2.6	2.7	1.8	.
Malta	2.0	1.7	2.3	2.3	2.8	5.2	3.8
Netherlands	0.9	1.6	0.0	-1.0	0.3	1.8	1.8
Austria	1.2	1.8	0.6	-0.1	-0.3	0.0	1.5
Portugal	0.9	2.0	-0.4	-1.2	2.3	2.6	2.3
Slovenia	1.7	3.1	0.1	-4.0	2.0	0.5	2.8
Slovakia	2.8	4.6	0.6	-0.8	1.4	2.2	2.9
Finland	2.2	3.2	0.9	-0.5	0.8	1.5	2.0
Euro area	1.1	1.8	0.3	-0.6	0.8	1.8	2.0
Bulgaria	4.5	7.3	1.0	-2.5	2.7	4.5	2.1
Czech Republic	2.2	3.3	0.9	0.5	1.8	3.0	2.9
Denmark	1.1	1.7	0.4	0.3	0.5	1.9	2.1
Croatia	1.3	3.5	-1.4	-1.8	-1.6	1.2	3.3
Hungary	2.0	3.7	0.0	0.3	2.5	3.4	5.0
Poland	3.3	3.9	2.5	0.3	2.4	3.2	3.6
Romania	4.9	7.9	1.3	0.7	4.7	6.0	7.4
Sweden	2.4	2.7	2.0	1.9	2.1	2.7	2.2
United Kingdom	2.1	3.1	0.9	1.6	2.2	2.4	3.0
European Union	1.5	2.2	0.5	-0.1	1.2	2.1	2.3
United States	2.5	3.1	1.8	1.5	2.9	3.2	2.7
Japan	0.8	1.0	0.6	2.4	-0.9	-0.4	0.4

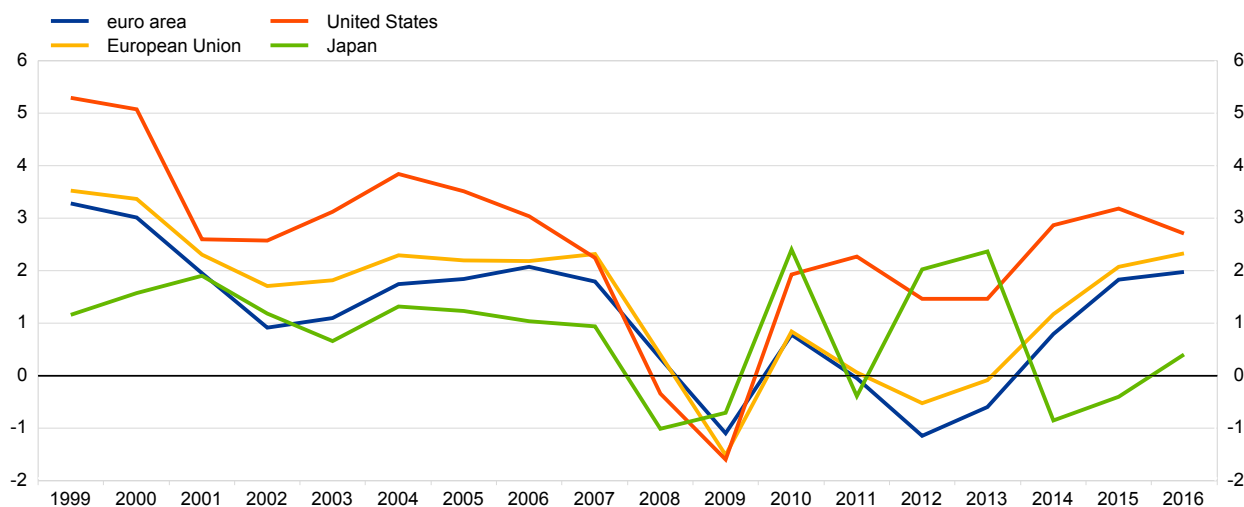
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

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)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.4	1.9	0.9	0.1	1.4	0.5	0.2
Germany	1.4	1.0	1.9	1.2	1.2	2.7	4.0
Estonia	2.2	3.0	1.2	1.9	2.7	3.4	1.0
Ireland	2.7	5.3	-1.0	-1.3	4.5	0.3	.
Greece	0.5	3.5	-3.2	-6.4	-1.4	0.0	-2.1
Spain	2.8	5.0	0.1	-2.1	-0.3	2.0	0.8
France	1.5	1.6	1.5	1.5	1.2	1.4	1.5
Italy	0.6	1.4	-0.4	-0.3	-0.7	-0.7	0.6
Cyprus	1.4	3.8	-1.5	-8.2	-7.9	-0.6	-1.4
Latvia	1.2	2.8	-0.9	1.6	2.1	3.1	2.7
Lithuania	0.8	1.4	-0.1	0.7	0.3	0.9	1.3
Luxembourg	2.9	2.8	3.0	1.9	0.0	2.3	.
Malta	2.3	2.8	1.7	-0.3	6.5	3.8	-3.1
Netherlands	2.2	3.4	0.6	-0.1	0.3	0.2	0.8
Austria	1.4	1.7	1.0	0.7	0.8	2.1	1.3
Portugal	0.8	2.2	-0.8	-2.0	-0.5	0.8	0.8
Slovenia	1.8	3.2	0.1	-2.1	-1.2	2.5	2.6
Slovakia	2.8	3.2	2.3	2.2	5.3	5.4	1.6
Finland	1.0	1.6	0.3	1.1	-0.5	0.1	0.0
Euro area	1.5	2.0	0.8	0.3	0.6	1.3	1.8
Bulgaria	2.2	4.2	-0.2	0.6	0.1	1.4	0.6
Czech Republic	1.5	2.1	0.8	2.5	1.1	2.0	1.5
Denmark	1.5	2.0	0.8	-0.1	1.2	0.6	-0.2
Croatia	1.1	2.0	0.0	0.3	-0.8	-0.3	1.7
Hungary	1.6	1.9	1.2	4.1	4.5	1.0	0.1
Poland	3.2	4.0	2.1	2.5	4.1	2.3	3.8
Romania	0.6	1.2	-0.2	-4.6	0.8	0.1	2.5
Sweden	1.2	0.7	1.7	1.3	1.5	2.5	3.1
United Kingdom	2.2	3.1	1.0	0.3	2.3	1.3	0.8
European Union	1.6	2.1	0.9	0.4	1.0	1.4	1.7
United States	1.0	2.0	-0.1	-2.4	-0.7	1.6	0.8
Japan	1.7	1.8	1.6	1.5	0.5	1.6	1.5

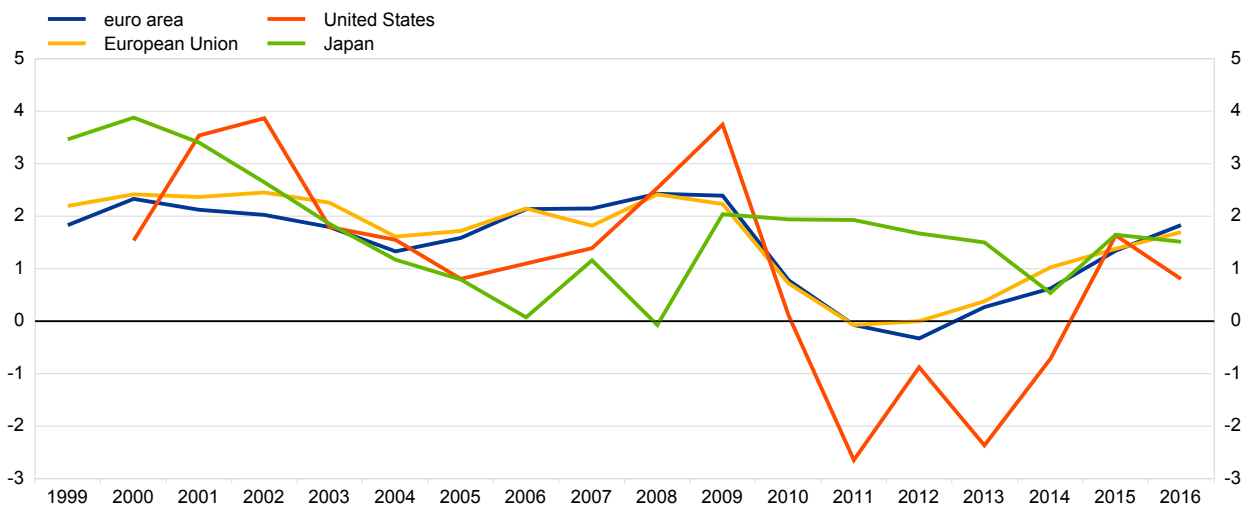
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

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)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.0	3.6	0.2	-3.9	6.9	3.6	0.3
Germany	0.3	0.8	-0.2	1.3	3.2	-0.6	1.3
Estonia	3.4	7.7	-1.8	-2.8	0.8	-9.0	0.7
Ireland	4.4	5.1	3.3	-6.0	24.9	26.7	.
Greece	-3.7	4.4	-13.0	-9.9	4.2	-8.9	-0.8
Spain	1.2	5.3	-3.6	-4.6	5.4	6.5	3.8
France	1.8	3.4	-0.1	0.3	2.1	1.5	2.6
Italy	-0.4	2.4	-3.7	-5.6	1.0	2.9	-0.1
Cyprus	1.1	8.5	-7.5	-25.5	-3.2	13.4	14.3
Latvia	3.5	11.1	-5.3	-5.8	-4.3	-0.9	2.3
Lithuania	3.3	8.9	-3.2	1.8	3.0	22.7	-8.5
Luxembourg	3.3	4.9	1.8	-1.4	8.9	3.3	.
Malta	2.1	0.9	3.4	9.0	-2.3	49.1	-2.1
Netherlands	1.0	2.3	-0.8	-3.9	3.2	6.2	4.7
Austria	1.0	1.7	0.2	-0.1	0.4	0.5	2.6
Portugal	-2.1	0.4	-5.1	-5.1	5.1	4.6	-0.9
Slovenia	0.7	6.9	-6.5	4.3	4.3	2.8	1.0
Slovakia	1.4	3.6	-1.4	1.8	6.2	10.8	-4.2
Finland	1.1	3.2	-1.5	-4.9	-1.8	2.7	4.0
Euro area	0.8	2.6	-1.5	-1.7	3.2	2.5	2.1
Bulgaria	4.7	15.8	-5.4	-3.3	4.4	2.0	0.9
Czech Republic	2.6	5.4	-0.8	-5.1	8.6	10.0	-1.2
Denmark	1.1	2.5	-0.7	3.4	4.3	0.9	3.0
Croatia	1.5	7.9	-5.9	-0.4	-3.8	2.6	4.1
Hungary	-0.2	2.3	-3.2	5.8	9.8	-2.5	-5.0
Poland	3.6	5.0	1.8	-5.8	12.8	4.9	-0.2
Romania	5.4	12.2	-2.5	0.5	1.7	7.5	2.6
Sweden	3.3	4.3	2.1	1.6	6.1	8.0	6.1
United Kingdom	1.7	1.1	2.5	10.0	9.4	1.1	-2.6
European Union	1.1	2.7	-0.8	-0.1	4.5	2.8	1.8
United States	1.6	1.9	1.3	4.0	3.4	4.5	-1.2
Japan	-0.5	-0.9	0.0	3.2	3.3	2.5	-0.2

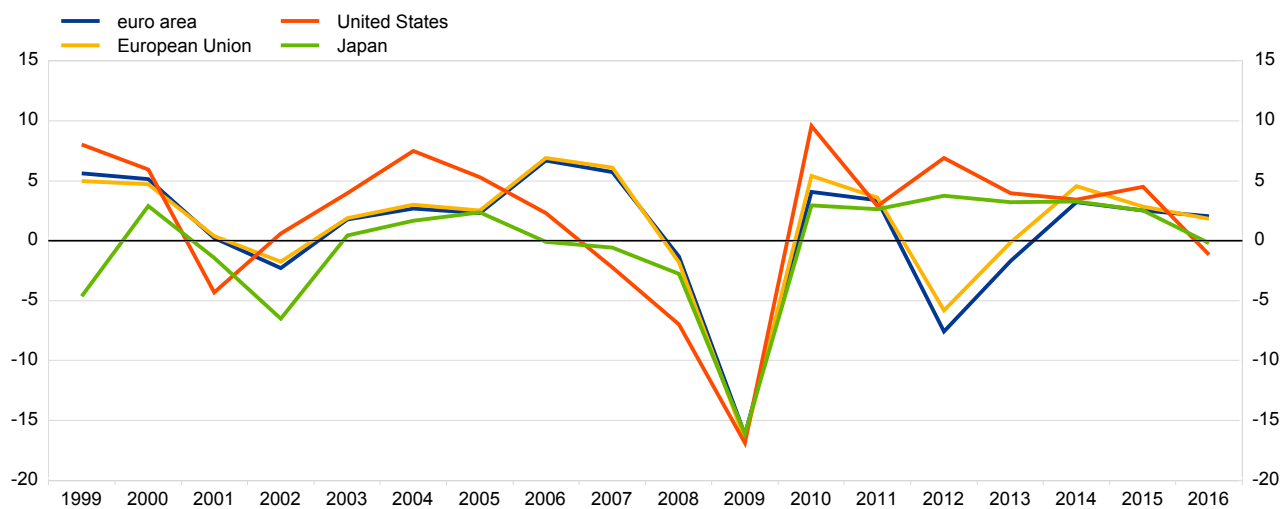
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Bulgaria available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

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)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.9	4.6	3.1	0.8	5.1	4.3	6.1
Germany	5.2	7.2	2.8	1.9	4.1	5.2	2.6
Estonia	5.8	7.0	4.3	2.3	3.1	-0.6	3.6
Ireland	8.3	7.6	9.2	3.1	14.4	34.4	.
Greece	3.9	7.5	-0.5	1.5	7.8	3.4	-2.0
Spain	3.8	4.5	2.9	4.3	4.2	4.9	4.4
France	3.1	3.8	2.3	1.9	3.3	6.1	1.2
Italy	2.1	2.9	1.1	0.7	2.7	4.4	2.4
Cyprus	1.7	1.8	1.6	2.1	4.2	0.0	3.6
Latvia	6.3	8.4	3.8	1.1	3.9	2.6	2.6
Lithuania	7.8	9.6	5.7	9.6	3.5	-0.4	2.9
Luxembourg	5.6	7.0	4.3	6.3	12.1	12.8	.
Malta	5.0	6.2	3.8	1.4	5.3	4.1	4.0
Netherlands	4.3	5.3	3.0	2.1	4.5	5.0	3.7
Austria	4.1	6.2	1.5	0.5	2.3	3.6	1.7
Portugal	4.1	4.4	3.8	7.0	4.3	6.1	4.4
Slovenia	5.9	8.8	2.3	3.1	5.7	5.6	5.9
Slovakia	9.1	12.6	4.9	6.7	3.7	7.0	4.8
Finland	3.2	7.1	-1.5	1.1	-2.7	2.0	0.7
Euro area	4.3	5.5	2.8	2.1	4.4	6.5	2.9
Bulgaria	4.0	3.7	4.5	9.6	3.1	5.7	5.7
Czech Republic	8.4	11.4	4.7	0.2	8.7	7.7	4.3
Denmark	3.7	5.8	1.2	1.6	3.6	1.8	1.4
Croatia	4.7	6.5	2.4	3.1	7.6	10.0	6.7
Hungary	8.8	12.9	3.8	4.2	9.8	7.7	5.8
Poland	7.5	8.8	5.9	6.1	6.7	7.7	8.4
Romania	9.4	10.9	7.7	19.7	8.0	5.4	7.6
Sweden	4.0	5.7	2.0	-0.8	5.3	5.6	3.4
United Kingdom	3.1	4.4	1.6	1.1	1.5	6.1	1.4
European Union	4.4	5.6	2.8	2.2	4.4	6.4	3.0
United States	3.6	4.4	2.5	3.5	4.3	0.1	0.4
Japan	4.1	6.6	1.1	0.8	9.3	3.0	1.2

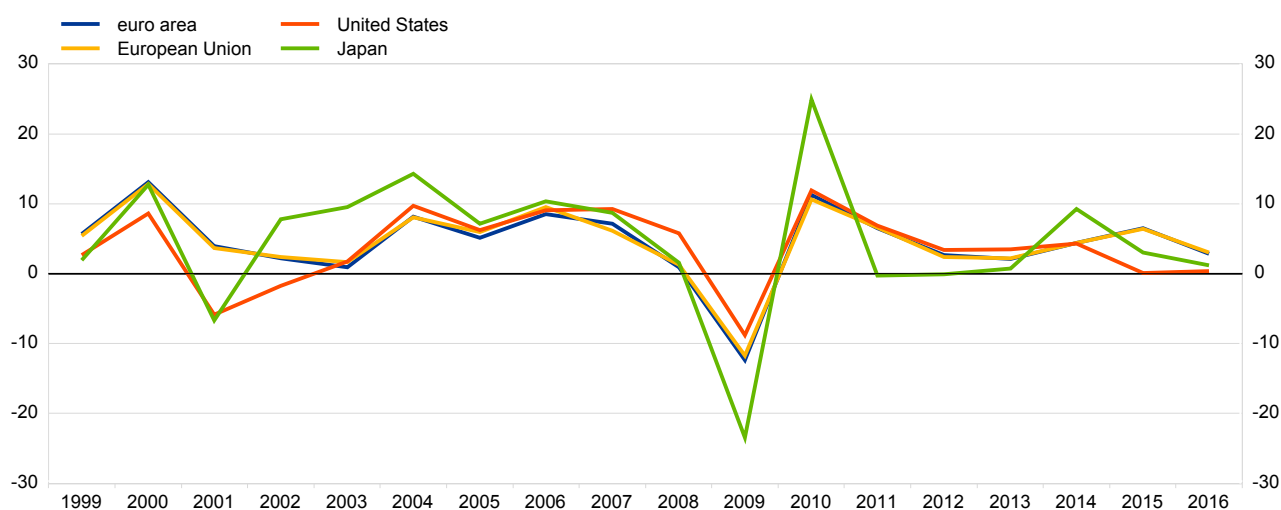
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

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)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.8	4.4	3.0	0.3	5.9	4.3	5.3
Germany	4.5	5.6	3.1	3.1	4.0	5.5	3.7
Estonia	6.0	8.4	3.1	3.2	2.2	-1.4	4.9
Ireland	7.1	7.8	6.2	1.1	15.3	21.7	.
Greece	1.6	7.2	-5.0	-2.4	7.6	0.3	-0.4
Spain	3.1	6.3	-0.8	-0.5	6.5	5.6	3.3
France	4.1	5.2	2.8	2.1	4.7	6.6	3.7
Italy	2.0	3.5	0.0	-2.4	3.2	6.8	2.9
Cyprus	2.0	4.6	-1.2	-4.8	4.6	2.1	5.3
Latvia	5.1	8.8	0.7	-0.2	0.5	2.1	4.4
Lithuania	7.4	11.0	3.1	9.3	3.3	6.2	2.6
Luxembourg	6.1	7.3	4.8	5.3	13.1	14.0	.
Malta	4.2	5.6	2.9	0.4	1.6	7.5	1.1
Netherlands	4.1	5.3	2.7	1.0	4.2	5.8	3.9
Austria	3.5	4.9	1.7	0.7	1.3	3.4	2.8
Portugal	2.7	4.0	1.1	4.7	7.8	8.2	4.4
Slovenia	4.8	8.4	0.4	2.1	4.2	4.6	6.2
Slovakia	7.1	10.2	3.2	5.6	4.4	8.1	2.9
Finland	3.8	7.0	-0.1	0.5	-1.3	3.1	2.0
Euro area	4.0	5.4	2.1	1.4	4.9	6.5	3.5
Bulgaria	6.9	12.0	0.9	4.3	5.2	5.4	2.8
Czech Republic	7.8	10.9	4.1	0.1	10.1	8.2	3.2
Denmark	4.0	6.6	0.8	1.5	3.6	1.3	2.4
Croatia	3.9	7.3	-0.3	3.1	4.5	9.4	7.3
Hungary	7.7	12.0	2.6	4.5	10.9	6.1	5.7
Poland	6.2	7.9	4.0	1.7	10.0	6.6	8.7
Romania	10.5	16.0	4.0	8.8	8.7	9.2	9.3
Sweden	3.9	5.0	2.4	-0.1	6.3	5.5	3.7
United Kingdom	3.6	4.9	2.0	3.4	2.5	5.5	2.5
European Union	4.1	5.7	2.2	1.7	5.0	6.3	3.6
United States	3.7	5.1	2.0	1.1	4.4	4.6	1.1
Japan	3.0	3.9	1.8	3.3	8.3	0.1	-1.7

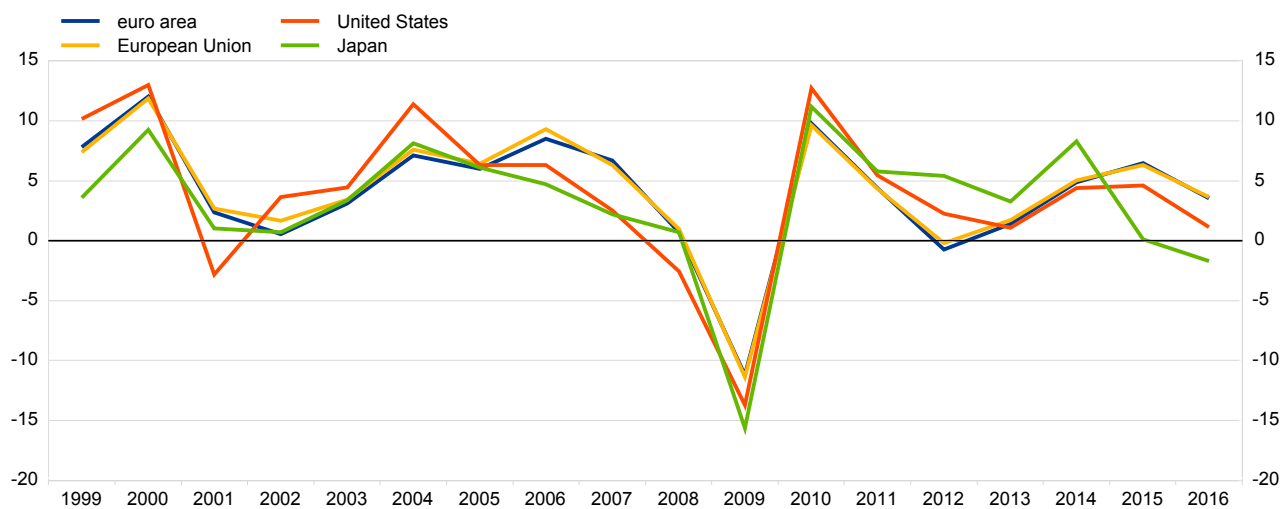
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

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)

	1999-2016 ¹⁾	1999-2008	2009-2016 ¹⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	337.1	296.2	388.2	391.7	400.8	410.4	422.0
Germany	2,513.8	2,283.0	2,802.2	2,826.2	2,923.9	3,032.8	3,132.7
Estonia	13.6	10.2	17.9	18.9	19.8	20.3	20.9
Ireland	165.6	150.1	187.8	180.2	193.2	255.8	.
Greece	190.8	186.3	196.5	180.7	177.9	175.7	175.9
Spain	945.1	849.0	1,065.3	1,025.6	1,037.0	1,075.6	1,113.9
France	1,871.8	1,694.7	2,093.2	2,115.3	2,140.0	2,181.1	2,225.3
Italy	1,508.2	1,417.5	1,621.6	1,604.6	1,621.8	1,645.4	1,672.4
Cyprus	16.0	13.9	18.5	18.1	17.6	17.6	17.9
Latvia	17.2	13.5	21.8	22.8	23.6	24.4	25.0
Lithuania	25.6	19.3	33.4	35.0	36.6	37.3	38.6
Luxembourg	34.9	28.3	44.3	46.4	49.3	51.2	.
Malta	6.2	5.0	7.7	7.6	8.4	9.3	9.9
Netherlands	581.6	524.2	653.3	652.7	663.0	676.5	696.9
Austria	276.6	242.9	318.6	322.5	330.4	339.9	349.5
Portugal	161.8	150.4	176.0	170.3	173.1	179.5	185.0
Slovenia	32.0	27.9	37.1	35.9	37.3	38.6	39.8
Slovakia	52.7	36.4	73.1	74.2	75.9	78.7	81.0
Finland	176.7	158.3	199.7	203.3	205.5	209.5	214.4
Euro area	8,933.4	8,107.3	9,966.1	9,932.1	10,135.2	10,459.6	10,733.2
Bulgaria	30.9	22.0	42.0	42.0	42.8	45.3	47.4
Czech Republic	127.3	100.5	160.8	157.7	156.7	167.0	174.5
Denmark	226.6	202.8	256.2	258.7	265.2	271.8	277.3
Croatia	38.2	33.3	44.3	43.5	43.0	43.8	45.6
Hungary	88.9	77.9	102.6	101.5	105.0	109.7	112.4
Poland	304.2	236.7	388.6	394.7	411.0	429.8	424.6
Romania	103.7	73.0	142.2	144.3	150.4	160.0	169.1
Sweden	351.5	304.2	410.6	435.8	432.7	447.0	462.4
United Kingdom	1,988.9	1,906.3	2,092.1	2,048.3	2,260.8	2,580.1	2,367.6
European Union	12,193.9	11,064.0	13,606.3	13,558.6	14,002.6	14,714.0	14,819.6
United States	11,660.1	10,584.4	13,004.6	12,567.8	13,092.3	16,256.4	16,772.6
Japan	4,111.2	4,072.2	4,160.0	3,880.7	3,661.3	3,949.4	4,470.1

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

2 Economic activity

2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs¹⁾ in EUR thousands)

	1999-2015 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	28.9	26.5	32.4	33.0	33.1	33.7	34.4
Germany	29.1	26.4	33.2	33.7	34.2	35.3	36.0
Estonia	14.9	11.9	19.3	20.1	20.7	21.4	21.7
Ireland	33.6	30.8	37.6	36.0	36.5	38.5	51.4
Greece	20.5	20.4	21.3	19.6	19.7	19.8	19.7
Spain	23.1	21.8	25.5	24.8	24.6	25.2	26.0
France	26.5	24.7	29.2	29.2	29.9	30.1	30.8
Italy	25.9	24.9	27.6	27.7	27.1	27.2	27.9
Cyprus	23.0	21.9	25.2	24.7	23.1	22.8	23.6
Latvia	12.9	10.9	16.1	16.6	17.2	17.9	18.7
Lithuania	13.6	10.4	18.4	19.1	20.2	21.1	21.7
Luxembourg	62.8	56.5	70.7	70.5	71.7	75.0	76.5
Malta	20.0	17.8	23.1	22.8	23.6	25.4	26.9
Netherlands	32.4	30.1	36.3	36.2	36.8	36.7	37.2
Austria	30.7	27.9	34.8	35.8	36.1	36.4	37.1
Portugal	19.3	18.1	21.3	20.5	21.1	21.6	22.3
Slovenia	20.8	19.7	22.8	22.3	22.3	23.2	24.0
Slovakia	14.2	10.2	20.3	20.6	21.1	21.8	22.4
Finland	27.9	25.8	31.3	31.4	31.2	31.1	31.7
Euro area	26.3	24.4	29.2	29.2	29.5	30.0	30.9
Bulgaria	9.5	7.6	12.3	12.5	12.6	13.0	13.6
Czech Republic	19.3	17.0	22.9	22.5	23.0	24.3	25.3
Denmark	30.3	27.4	34.6	34.7	35.3	35.8	36.8
Croatia	14.2	12.7	16.3	16.4	16.4	16.5	16.8
Hungary	14.9	12.9	17.9	17.8	18.4	19.1	19.8
Poland	13.7	11.0	17.5	18.2	18.4	19.0	19.9
Romania	10.3	7.6	14.4	14.7	15.0	15.6	16.5
Sweden	30.2	27.8	34.0	34.6	34.5	34.8	35.9
United Kingdom	26.8	25.3	29.2	29.0	29.5	30.5	31.3
European Union	24.1	22.1	27.2	27.2	27.5	28.1	29.0
United States	36.4	34.5	39.5	39.8	39.8	40.8	42.0
Japan	25.5	24.3	27.3	27.7	28.0	28.0	28.8

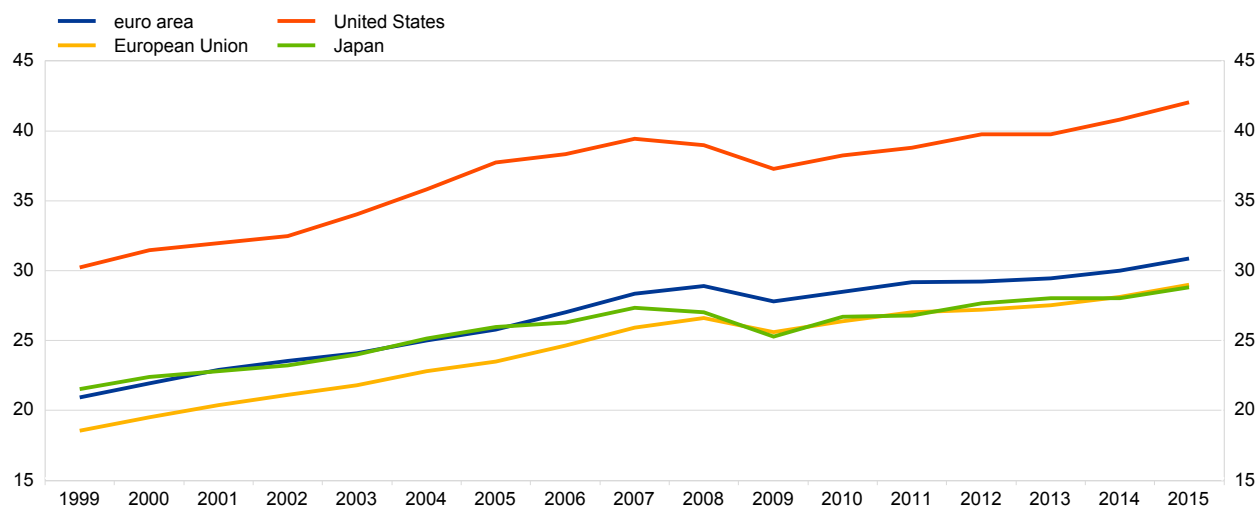
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

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)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	0.9	1.1	0.6	-0.3	0.4	0.9	1.3
Germany	0.7	0.6	0.8	0.6	0.8	0.9	1.0
Estonia	0.2	0.6	-0.3	1.2	0.8	2.9	0.3
Ireland	1.6	3.4	-0.5	2.5	1.7	2.5	2.7
Greece	-0.4	1.2	-2.7	-2.6	0.0	0.5	.
Spain	1.2	3.4	-1.5	-2.6	0.9	2.5	2.7
France	0.7	1.1	0.2	0.3	0.5	0.5	0.7
Italy	0.6	1.3	-0.3	-1.8	0.1	0.7	1.3
Cyprus	1.2	2.9	-0.8	-5.9	-1.8	1.9	2.7
Latvia	-0.5	0.8	-2.1	2.3	-1.3	1.3	-0.1
Lithuania	-0.5	-0.5	-0.6	1.3	2.0	1.3	2.0
Luxembourg	3.2	3.9	2.2	1.8	2.6	2.6	.
Malta	1.8	0.9	2.9	3.7	5.1	3.8	3.7
Netherlands	0.7	1.3	0.0	-1.2	-0.2	0.9	1.2
Austria	1.0	1.1	0.8	0.3	0.9	0.6	1.3
Portugal	-0.2	0.4	-1.1	-2.9	1.4	1.4	1.6
Slovenia	0.4	1.2	-0.5	-1.1	0.4	1.1	2.0
Slovakia	0.5	0.6	0.4	-0.8	1.4	2.0	2.4
Finland	0.8	1.6	-0.2	-0.7	-0.5	-0.3	0.6
Euro area	0.7	1.3	-0.1	-0.6	0.6	1.0	1.3
Bulgaria	0.0	1.0	-1.2	-0.4	0.4	0.4	0.5
Czech Republic	0.3	0.4	0.2	0.3	0.6	1.4	1.8
Denmark	0.3	0.8	-0.3	0.0	1.0	1.3	1.7
Croatia	0.9	3.0	-1.5	-2.6	2.7	1.5	0.6
Hungary	0.4	0.1	0.8	1.1	4.8	2.3	2.2
Poland	0.6	1.0	0.3	-0.1	1.7	1.5	0.6
Romania	-1.5	-1.6	-1.3	-0.9	0.8	-0.9	.
Sweden	1.0	1.1	0.9	1.0	1.4	1.5	1.7
United Kingdom	0.9	1.0	0.9	1.2	2.4	1.8	1.4
European Union	0.6	1.0	0.0	-0.3	1.0	1.1	1.2
United States	0.7	1.0	0.3	1.0	1.6	1.7	.
Japan	-0.2	-0.2	-0.2	0.6	0.6	.	.

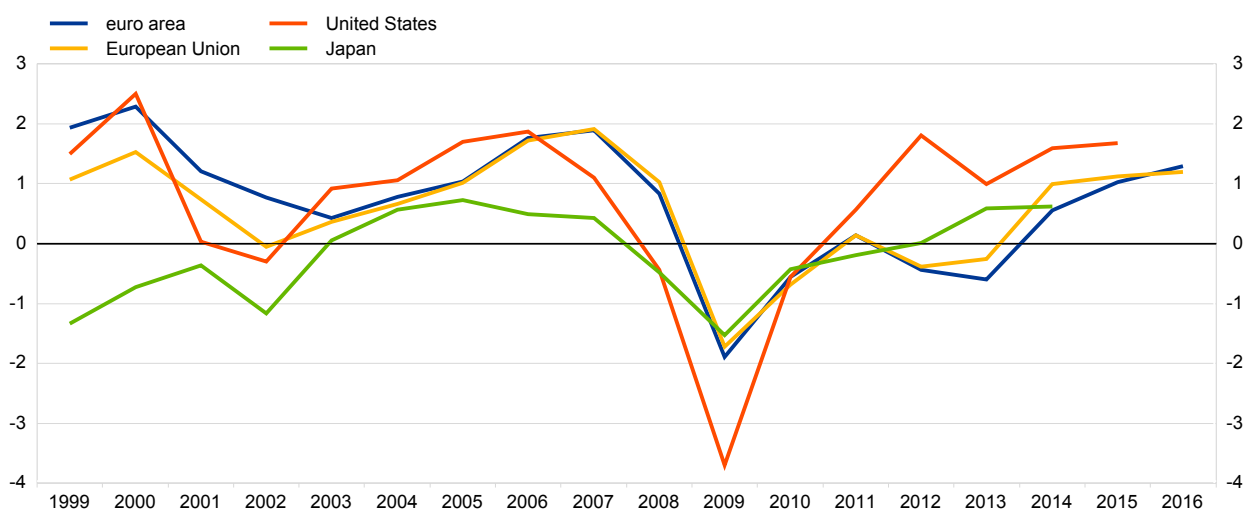
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Croatia and Poland available since 2000.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

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)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	0.7	1.1	0.3	0.3	1.2	0.6	-0.1
Germany	0.6	1.0	0.2	-0.1	0.8	0.8	0.9
Estonia	3.2	5.1	1.0	0.2	2.0	-1.3	1.3
Ireland	3.2	1.8	5.2	-1.4	6.7	23.2	.
Greece	0.5	2.2	-1.6	-0.6	0.3	-0.7	-1.3
Spain	0.6	0.1	1.3	0.9	0.5	0.7	0.5
France	0.7	1.0	0.4	0.3	0.2	0.8	0.5
Italy	-0.2	0.0	-0.5	0.1	0.0	0.1	-0.4
Cyprus	0.7	1.2	-0.1	0.0	0.2	-0.2	0.1
Latvia	4.2	5.8	2.2	0.3	3.5	1.4	2.0
Lithuania	4.3	6.6	1.4	2.1	1.5	0.5	0.3
Luxembourg	-0.1	-0.2	-0.1	2.3	2.0	0.9	.
Malta	1.0	1.2	0.8	0.8	3.0	3.5	1.3
Netherlands	0.8	1.2	0.5	1.0	1.7	1.0	0.9
Austria	0.6	1.3	-0.2	-0.2	-0.3	0.3	0.1
Portugal	0.9	1.2	0.6	1.8	-0.5	0.2	-0.2
Slovenia	1.8	3.1	0.2	0.0	2.7	1.2	0.5
Slovakia	3.1	4.5	1.5	2.3	1.1	1.8	0.9
Finland	0.8	1.7	-0.3	0.0	-0.2	0.6	1.0
Euro area	0.6	0.8	0.4	0.3	0.6	1.0	0.4
Bulgaria	3.1	3.7	2.3	1.3	1.0	3.3	2.9
Czech Republic	2.4	3.6	0.8	-0.8	2.2	3.1	0.6
Denmark	0.8	0.9	0.8	1.0	0.7	0.4	-0.6
Croatia	0.7	1.2	0.2	1.6	-3.1	0.1	2.3
Hungary	1.7	3.3	-0.2	1.0	-0.7	0.9	-0.2
Poland	2.7	2.6	2.8	1.5	1.5	2.4	2.2
Romania	4.9	7.1	1.9	4.4	2.3	4.9	.
Sweden	1.5	1.9	0.9	0.3	1.1	2.5	1.6
United Kingdom	1.0	1.5	0.3	0.7	0.7	0.4	0.4
European Union	1.0	1.3	0.6	0.5	0.6	1.1	0.7
United States	1.4	1.5	1.2	0.7	0.8	0.9	.
Japan	0.9	1.3	0.4	0.8	-0.6	.	.

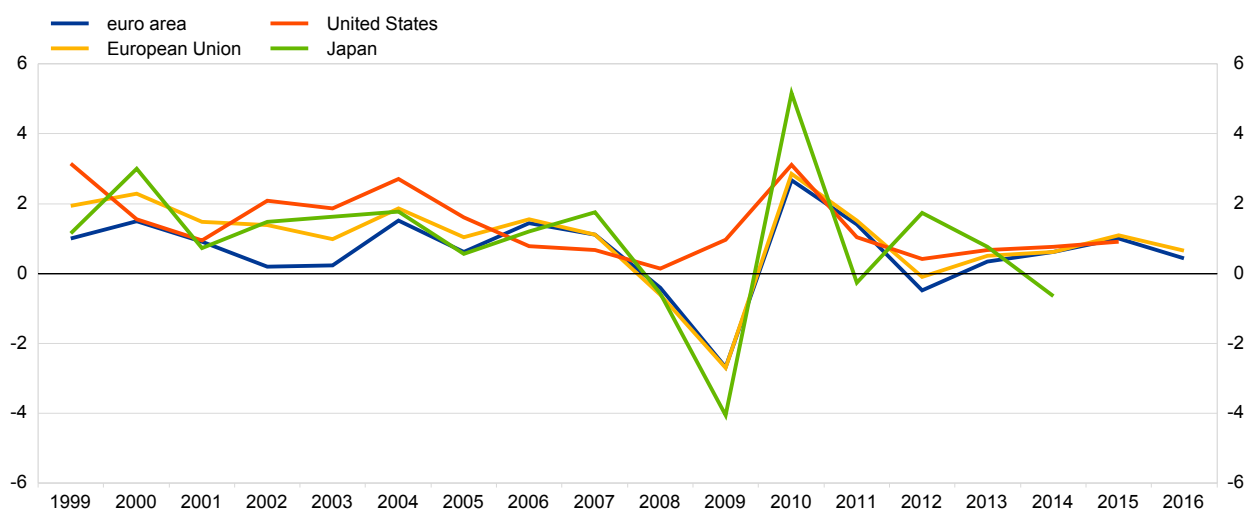
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg and Malta available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

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)

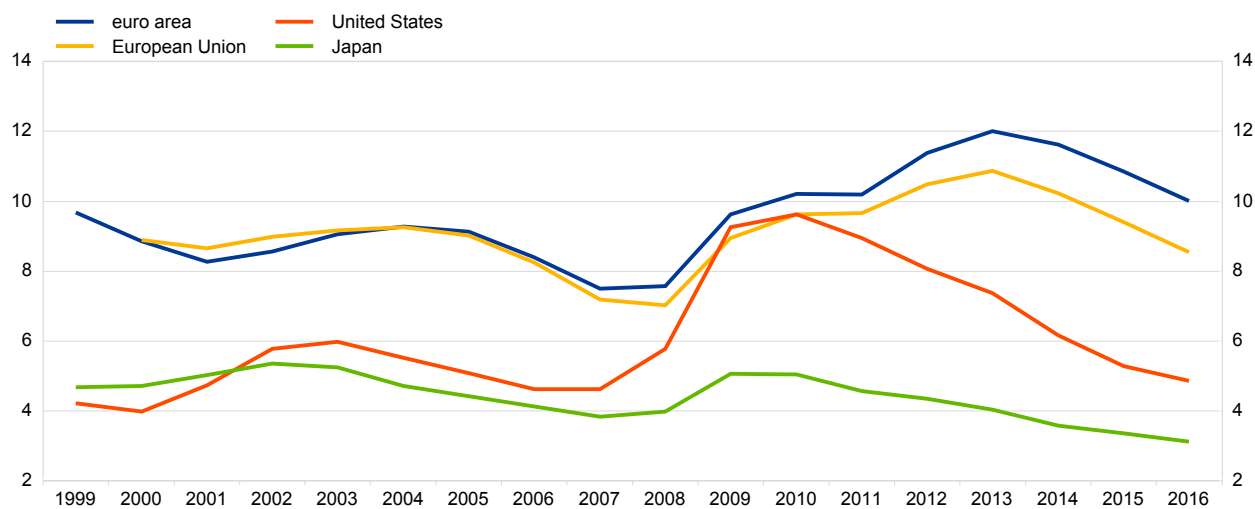
	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	7.9	7.7	8.1	8.4	8.5	8.5	8.0
Germany	7.7	9.1	5.8	5.2	5.0	4.6	4.1
Estonia	9.9	9.3	10.7	8.6	7.4	6.2	6.8
Ireland	8.0	4.7	12.7	13.1	11.3	9.4	7.9
Greece	14.3	10.0	20.5	27.5	26.5	24.9	23.5
Spain	15.5	10.7	22.4	26.1	24.5	22.1	19.6
France	9.2	8.9	9.8	10.3	10.3	10.4	10.0
Italy	9.1	8.2	10.3	12.1	12.7	11.9	11.7
Cyprus	7.3	4.3	11.2	15.9	16.1	14.9	13.3
Latvia	12.3	10.9	14.4	11.9	10.8	9.9	9.6
Lithuania	11.9	11.0	13.2	11.8	10.7	9.1	7.9
Luxembourg	4.4	3.6	5.4	5.9	6.0	6.5	6.3
Malta	6.7	7.0	6.3	6.4	5.8	5.4	4.8
Netherlands	5.0	4.4	6.0	7.3	7.4	6.9	6.0
Austria	4.9	4.7	5.2	5.4	5.6	5.7	6.0
Portugal	9.8	7.3	13.5	16.4	14.1	12.6	11.2
Slovenia	7.1	6.1	8.4	10.1	9.7	9.0	7.9
Slovakia	14.9	16.0	13.3	14.2	13.2	11.5	9.7
Finland	8.4	8.5	8.3	8.2	8.7	9.4	8.8
Euro area	9.5	8.6	10.8	12.0	11.6	10.9	10.0
Bulgaria	11.6	12.4	10.6	13.0	11.4	9.2	7.7
Czech Republic	7.0	7.3	6.5	7.0	6.1	5.1	4.0
Denmark	5.5	4.5	6.9	7.0	6.5	6.2	6.2
Croatia	13.7	13.1	14.5	17.3	17.3	16.3	12.8
Hungary	7.9	6.6	9.7	10.1	7.7	6.8	5.1
Poland	12.9	15.5	9.2	10.4	9.0	7.5	6.2
Romania	7.1	7.2	6.9	7.1	6.8	6.8	5.9
Sweden	7.1	6.5	8.0	8.0	7.9	7.4	6.9
United Kingdom	6.0	5.2	7.2	7.6	6.1	5.3	4.8
European Union	9.1	8.5	9.9	10.9	10.2	9.4	8.5
United States	6.2	5.0	7.8	7.4	6.2	5.3	4.9
Japan	4.5	4.6	4.3	4.0	3.6	3.4	3.1

Source: Eurostat.

1) Data for Estonia, Cyprus, Malta, Bulgaria, Croatia and the European Union available since 2000.

Chart 2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)



Source: Eurostat.

2 Economic activity

2.12 Household debt ¹⁾

(percentages of GDP)

	1999-2015 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	46.9	41.5	54.6	54.7	55.8	57.7	58.7
Germany	62.9	67.3	56.7	56.3	55.4	54.3	53.5
Estonia	33.7	25.4	45.5	41.9	40.2	39.7	40.7
Ireland	85.1	76.5	94.8	98.8	93.5	82.3	58.5
Greece	42.1	28.3	61.7	64.6	65.1	63.4	62.4
Spain	68.3	61.4	78.2	80.6	77.1	72.7	67.8
France	45.8	39.4	54.9	55.2	55.7	56.0	56.6
Italy	35.2	29.7	43.2	44.0	43.5	42.7	42.2
Cyprus	99.5	82.4	123.7	126.5	127.5	131.0	129.2
Latvia	35.6	34.5	36.4	33.2	29.8	26.4	24.5
Lithuania	17.0	11.2	25.4	23.7	22.4	21.5	22.2
Luxembourg	49.4	43.1	55.8	56.2	56.1	56.8	58.5
Malta	54.4	48.3	58.8	60.3	59.1	57.6	55.5
Netherlands	106.7	100.1	116.3	118.4	114.7	113.1	112.0
Austria	50.3	48.6	52.8	52.4	51.6	51.6	51.8
Portugal	78.8	72.9	87.1	90.7	86.3	82.3	77.5
Slovenia	23.9	19.1	29.4	30.9	30.0	28.5	27.8
Slovakia	17.6	10.0	28.4	27.7	29.6	32.2	34.7
Finland	50.2	41.2	63.1	63.6	64.0	65.5	66.8
Euro area	57.0	53.5	62.0	62.7	61.5	60.4	59.3
Bulgaria	17.2	11.9	24.0	23.2	23.1	23.1	21.7
Czech Republic	20.9	14.4	30.2	30.9	31.7	30.5	30.7
Denmark	117.9	105.9	135.0	135.7	132.8	131.4	128.3
Croatia	34.4	29.0	40.7	41.2	40.5	40.4	39.1
Hungary	23.8	18.3	31.7	31.7	28.1	25.6	21.5
Poland	27.3	18.8	34.6	34.1	35.1	35.6	36.1
Romania	13.0	7.9	20.2	20.6	19.2	18.1	17.5
Sweden	66.3	56.6	80.3	80.5	82.3	83.3	83.9
United Kingdom	84.1	79.9	90.2	90.0	87.6	85.8	86.0
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	84.6	84.2	85.2	83.1	81.3	80.2	79.2
Japan	68.0	69.4	66.0	65.6	66.0	65.8	65.6

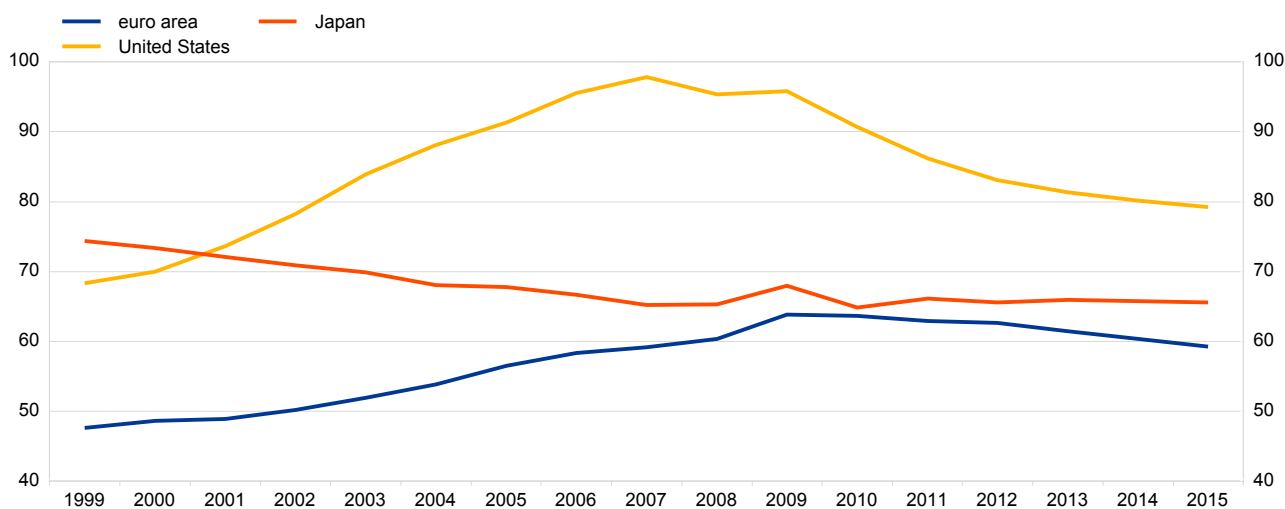
Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

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 Greece and Lithuania since 1999; for Bulgaria available since 2000; for Ireland, Croatia and Slovenia since 2001; for Luxembourg since 2002; for Poland since 2003; and 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⁾)

	1999-2015 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	15.0	16.0	13.6	12.9	12.3	12.1	11.7
Germany	16.3	16.1	16.6	16.4	16.3	16.7	17.0
Estonia	4.7	1.3	9.4	8.9	6.2	9.4	8.8
Ireland	8.8	7.0	11.4	11.8	10.3	10.9	10.7
Greece	3.6	6.7	-0.9	-0.2	-4.1	-5.6	-5.8
Spain	9.7	9.5	9.9	8.6	9.6	9.0	8.2
France	14.8	14.9	14.8	14.7	14.0	14.1	14.1
Italy	12.9	14.3	11.1	9.5	11.0	11.1	10.4
Cyprus	4.7	7.2	1.2	3.6	-3.3	-7.9	-5.7
Latvia	0.9	1.6	-0.1	-3.8	-4.5	-3.5	-2.2
Lithuania	2.6	2.5	2.7	1.8	2.1	-0.6	-1.9
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	12.9	12.4	13.5	14.1	14.1	13.1	12.7
Austria	14.8	15.6	13.8	14.0	12.6	12.6	13.0
Portugal	8.6	9.5	7.5	7.7	7.8	5.2	4.4
Slovenia	14.2	16.0	13.2	10.8	13.4	13.3	14.8
Slovakia	7.5	7.9	7.1	6.2	5.9	7.2	8.8
Finland	8.5	8.5	8.4	7.8	8.6	7.2	6.8
Euro area	13.3	13.6	12.9	12.3	12.5	12.5	12.3
Bulgaria	-8.1	-9.8	-5.3	-8.5	-1.5	-14.3	.
Czech Republic	11.5	11.3	11.8	11.1	10.9	11.8	11.8
Denmark	6.5	5.6	7.9	7.0	8.8	5.2	10.5
Croatia	9.6	7.9	11.6	12.1	10.5	11.8	.
Hungary	9.5	9.5	9.5	8.2	9.8	10.9	9.6
Poland	6.3	8.8	2.9	1.5	2.5	1.9	2.1
Romania	-3.0	-6.5	2.0	-14.6	13.3	13.2	15.1
Sweden	12.7	9.8	16.7	17.9	17.7	18.3	18.7
United Kingdom	7.8	7.6	8.2	8.3	6.7	6.8	6.5
European Union	11.5	11.7	11.2	10.9	10.8	10.6	10.3
United States	8.0	7.2	9.2	10.7	8.2	8.8	9.0
Japan	10.8	12.1	8.8	9.2	6.9	6.0	7.0

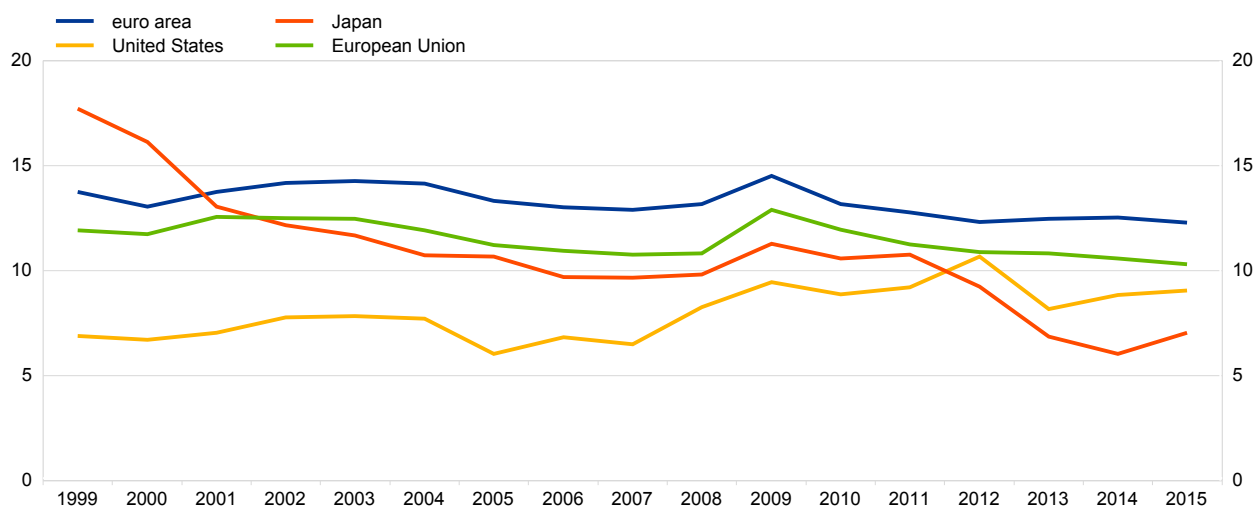
Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

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 Ireland and Poland available since 1999; 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)

	1999-2015 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	127.7	114.2	147.1	147.9	149.1	150.6	154.9
Germany	64.5	65.8	62.7	61.9	63.5	61.0	60.7
Estonia	88.3	85.0	93.1	87.3	87.3	90.4	90.2
Ireland	147.0	97.8	203.3	207.7	197.3	223.9	265.1
Greece	54.9	47.5	65.5	66.9	64.1	65.1	63.9
Spain	106.1	94.4	122.9	126.1	120.2	112.8	105.5
France	108.5	101.1	119.0	120.6	118.8	125.9	126.6
Italy	77.6	70.5	87.7	89.7	87.6	86.8	83.9
Cyprus	200.9	193.9	211.0	203.9	215.5	225.1	226.1
Latvia	78.3	66.6	86.7	84.8	79.6	77.1	77.5
Lithuania	43.2	44.2	42.5	41.6	38.3	36.1	35.9
Luxembourg	307.3	259.5	355.0	359.3	339.5	345.3	367.4
Malta	139.0	121.9	151.2	156.7	150.0	145.1	138.9
Netherlands	121.4	119.0	125.0	125.2	124.1	125.0	124.3
Austria	93.2	90.9	96.6	96.7	99.1	95.8	96.0
Portugal	113.4	101.3	130.7	143.3	136.7	128.3	120.7
Slovenia	81.3	71.8	88.1	93.7	89.4	79.6	68.2
Slovakia	44.8	43.2	47.1	46.0	47.5	48.0	49.1
Finland	98.3	89.7	110.5	109.0	113.1	112.2	116.1
Euro area	100.2	95.2	106.5	107.0	104.4	106.4	108.3
Bulgaria	86.7	66.6	112.5	111.6	119.4	113.6	99.9
Czech Republic	45.4	44.7	46.5	46.0	52.5	50.1	46.3
Denmark	86.2	80.5	94.3	97.5	94.6	91.6	89.6
Croatia	81.4	64.3	100.9	102.4	103.5	101.5	101.2
Hungary	72.2	62.0	86.7	87.4	83.4	82.2	77.6
Poland	38.2	33.1	42.5	42.5	43.7	46.1	47.2
Romania	49.3	44.5	56.1	52.1	48.6	45.1	43.7
Sweden	134.3	122.4	151.3	149.8	150.4	150.9	151.4
United Kingdom	116.3	110.3	124.9	129.7	118.1	135.5	122.2
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States ³⁾	66.3	64.9	68.3	66.9	67.6	68.9	70.9
Japan ⁴⁾	109.2	112.4	104.7	104.0	103.6	102.8	100.2

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.

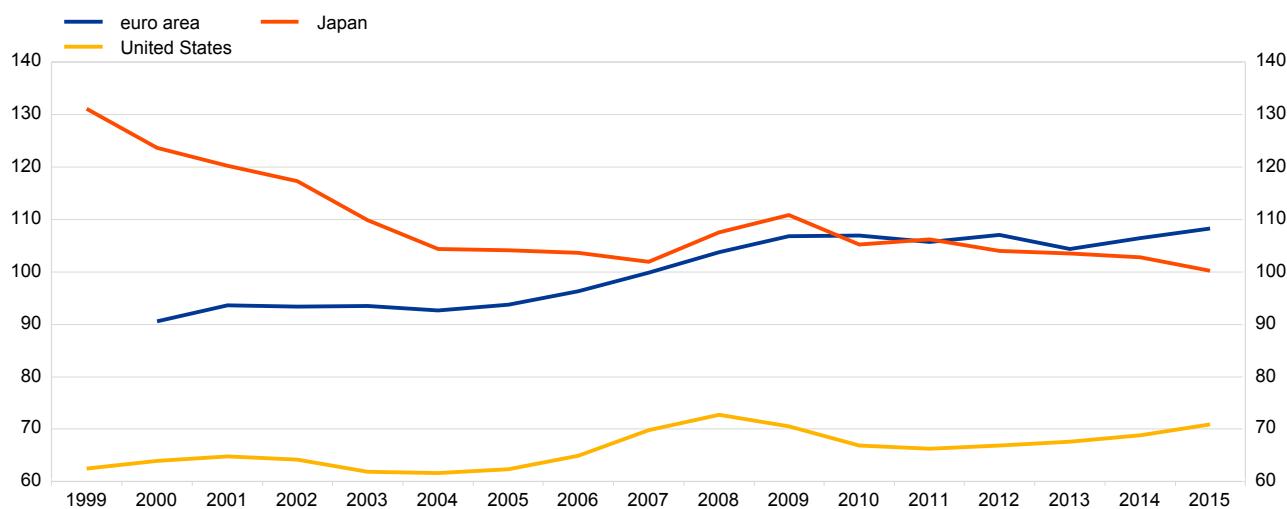
2) Data for the European Union are not available. Data for Austria and Denmark available since 1999; for Bulgaria since 2000; for Ireland and Croatia since 2001; for Luxembourg since 2002; for Poland since 2003; and for Latvia, Lithuania, Malta and Slovenia since 2004.

3) Figures for the United States do not include inter-company loans and pension scheme liabilities.

4) Figures for Japan do not include 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)

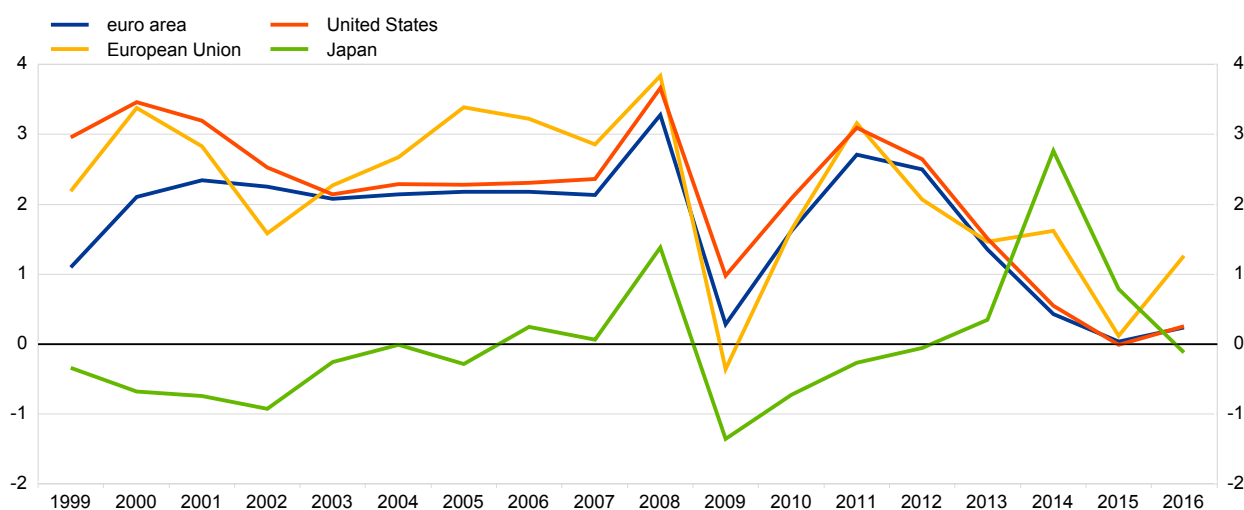
	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.9	2.2	1.5	1.2	0.5	0.6	1.8
Germany	1.4	1.7	1.1	1.6	0.8	0.1	0.4
Estonia	3.5	4.6	2.1	3.2	0.5	0.1	0.8
Ireland	1.9	3.4	0.0	0.5	0.3	0.0	-0.2
Greece	2.2	3.3	0.8	-0.9	-1.4	-1.1	0.0
Spain	2.2	3.2	0.9	1.5	-0.2	-0.6	-0.3
France	1.5	1.9	1.0	1.0	0.6	0.1	0.3
Italy	1.9	2.4	1.3	1.2	0.2	0.1	-0.1
Cyprus	1.9	2.7	0.8	0.4	-0.3	-1.5	-1.2
Latvia	3.6	5.6	1.2	0.0	0.7	0.2	0.1
Lithuania	2.3	2.7	1.7	1.2	0.2	-0.7	0.7
Luxembourg	2.2	2.8	1.5	1.7	0.7	0.1	0.0
Malta	2.2	2.6	1.7	1.0	0.8	1.2	0.9
Netherlands	1.9	2.4	1.3	2.6	0.3	0.2	0.1
Austria	1.8	1.9	1.7	2.1	1.5	0.8	1.0
Portugal	2.1	2.9	1.0	0.4	-0.2	0.5	0.6
Slovenia	3.5	5.4	1.1	1.9	0.4	-0.8	-0.2
Slovakia	3.9	6.2	1.2	1.5	-0.1	-0.3	-0.5
Finland	1.7	1.8	1.7	2.2	1.2	-0.2	0.4
Euro area	1.7	2.2	1.1	1.4	0.4	0.0	0.2
Bulgaria	4.1	6.7	0.9	0.4	-1.6	-1.1	-1.3
Czech Republic	2.1	2.7	1.3	1.4	0.4	0.3	0.6
Denmark	1.7	2.1	1.2	0.5	0.4	0.2	0.0
Croatia	2.5	3.4	1.3	2.3	0.2	-0.3	-0.6
Hungary	4.8	6.7	2.5	1.7	0.0	0.1	0.4
Poland	2.9	3.9	1.8	0.8	0.1	-0.7	-0.2
Romania	11.8	19.5	3.0	3.2	1.4	-0.4	-1.1
Sweden	1.4	1.7	1.1	0.4	0.2	0.7	1.1
United Kingdom	1.9	1.8	2.2	2.6	1.5	0.0	0.7
European Union	2.1	2.7	1.4	1.5	0.5	0.0	0.3
United States ⁽¹⁾	2.2	2.8	1.4	1.5	1.6	0.1	1.3
Japan ⁽¹⁾	0.0	-0.2	0.2	0.3	2.8	0.8	-0.1

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 HICP 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

3.2 HICP excluding food and energy (annual percentage changes)

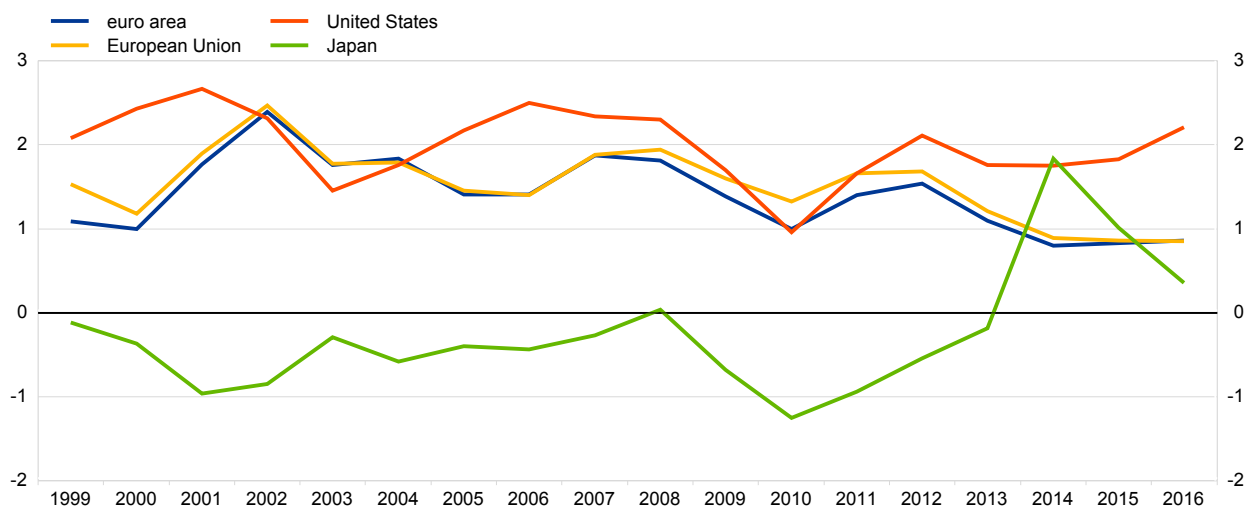
	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6	1.8
Germany	1.0	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
Estonia	2.8	3.8	1.5	1.9	1.3	1.2	1.2
Ireland	1.6	3.0	0.0	0.1	0.7	1.6	0.7
Greece	1.7	2.9	0.2	-2.4	-1.5	-0.4	0.6
Spain	1.8	2.7	0.8	1.3	-0.1	0.3	0.7
France	1.2	1.4	1.0	0.7	1.0	0.6	0.6
Italy	1.8	2.1	1.3	1.2	0.7	0.7	0.5
Cyprus	0.9	1.3	0.5	-0.3	0.1	-0.4	-0.8
Latvia	2.5	4.3	0.3	-0.1	1.7	1.5	1.2
Lithuania	1.4	1.7	1.1	1.4	0.7	1.9	1.7
Luxembourg	1.8	1.9	1.7	2.0	1.3	1.7	1.0
Malta	1.7	2.1	1.2	0.1	1.5	1.5	1.0
Netherlands	1.6	1.9	1.4	2.5	0.6	0.9	0.6
Austria	1.7	1.5	1.9	2.2	1.7	1.7	1.6
Portugal	1.8	2.7	0.7	0.1	0.2	0.6	0.9
Slovenia	2.9	4.9	0.5	0.9	0.6	0.3	0.7
Slovakia	3.4	5.1	1.3	1.4	0.5	0.5	0.9
Finland	1.6	1.5	1.6	1.8	1.6	0.8	1.1
Euro area	1.4	1.6	1.1	1.1	0.8	0.8	0.9
Bulgaria	3.8	6.5	0.5	0.0	-1.6	-0.6	-1.0
Czech Republic	1.3	1.9	0.6	0.3	0.5	0.7	1.2
Denmark	1.5	1.8	1.1	0.5	0.6	1.2	0.5
Croatia	1.4	3.2	0.8	0.9	0.5	0.8	0.2
Hungary	3.3	4.3	2.4	2.3	1.4	1.7	1.5
Poland	2.5	3.5	1.2	0.7	0.2	0.5	0.2
Romania	5.8	9.3	2.8	2.3	2.3	1.6	0.0
Sweden	1.1	1.1	1.0	0.3	0.4	0.9	1.2
United Kingdom	1.5	1.1	1.9	2.0	1.6	1.0	1.2
European Union	1.5	1.7	1.3	1.2	0.9	0.9	0.9
United States ²⁾	2.0	2.4	1.7	1.8	1.7	1.8	2.2
Japan ²⁾	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2	1.8	1.0	0.4

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 energy¹⁾
(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)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.7	1.9	1.4	1.2	0.7	0.9	1.6
Germany	1.1	0.8	1.6	2.0	1.8	2.0	1.4
Estonia	4.8	6.5	2.4	3.9	1.7	1.0	1.7
Ireland	2.1	3.4	0.3	1.4	-1.2	4.9	.
Greece	1.7	3.2	-0.2	-2.4	-1.8	-1.0	0.1
Spain	2.0	3.6	0.2	0.4	-0.3	0.5	0.3
France	1.4	1.8	0.7	0.8	0.5	0.6	0.8
Italy	1.9	2.4	1.1	1.2	1.0	0.7	0.8
Cyprus	2.1	3.4	0.3	-1.0	-1.5	-1.3	-1.3
Latvia	4.7	7.8	0.3	1.5	1.6	0.4	0.7
Lithuania	2.5	3.3	1.3	1.4	1.0	0.2	1.2
Luxembourg	2.8	3.3	2.4	1.3	1.5	0.4	.
Malta	2.5	2.5	2.5	2.0	2.0	2.4	1.6
Netherlands	1.7	2.5	0.6	1.4	0.1	0.1	0.8
Austria	1.7	1.6	1.7	1.6	1.8	1.9	1.3
Portugal	2.2	3.2	0.9	2.3	0.7	2.1	1.6
Slovenia	3.3	4.9	0.9	0.9	0.8	1.0	0.6
Slovakia	2.8	4.6	0.3	0.5	-0.2	-0.2	-0.4
Finland	1.7	1.5	2.0	2.6	1.7	1.7	0.8
Euro area	1.6	2.0	1.0	1.2	0.9	1.1	0.9
Bulgaria	4.3	6.0	2.1	-0.7	0.5	2.2	1.1
Czech Republic	1.8	2.3	1.1	1.4	2.5	1.0	1.1
Denmark	2.0	2.5	1.3	0.9	0.8	0.9	0.7
Croatia	2.8	4.1	1.1	0.8	0.0	0.1	-0.1
Hungary	4.9	6.4	2.8	2.9	3.4	1.7	1.0
Poland	-	-	1.9	0.3	0.5	0.6	0.2
Romania	15.1	23.6	3.9	3.4	1.7	2.4	1.9
Sweden	1.7	1.8	1.5	1.1	1.8	2.0	1.4
United Kingdom	1.9	2.2	1.5	1.9	1.6	0.6	1.7
European Union	1.7	2.0	1.3	0.6	1.6	2.8	-1.1
United States	2.0	2.3	1.5	1.6	1.8	1.1	1.3
Japan	-0.8	-1.2	-0.2	-0.3	1.7	2.0	0.3

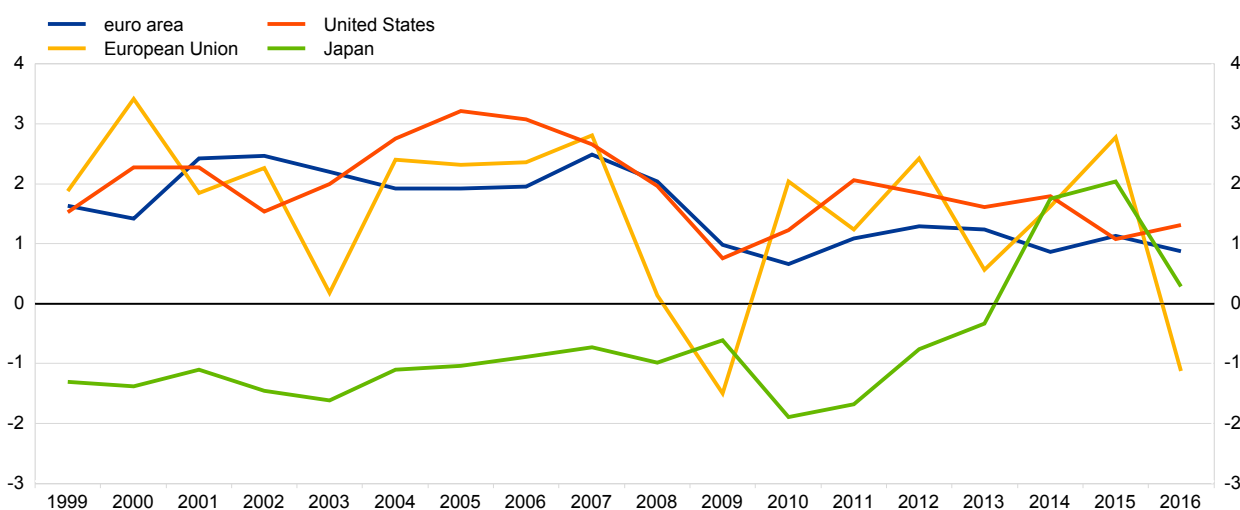
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg, Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2003.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

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)

	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.8	3.4	-0.1	0.6	-4.6	-4.2	-1.8
Germany	1.3	2.4	0.0	0.0	-0.9	-1.8	-1.7
Estonia	2.8	4.7	1.4	9.9	-2.3	-2.8	-2.1
Ireland	1.2	4.0	0.1	1.5	-0.3	-4.4	-2.8
Greece	2.5	4.7	-0.1	-0.7	-0.8	-5.8	-5.4
Spain	2.1	3.3	0.6	0.6	-1.3	-2.1	-3.1
France	1.3	2.4	0.0	0.3	-1.3	-2.2	-2.3
Italy	1.6	3.0	-0.3	-1.2	-1.8	-3.4	-2.2
Cyprus	2.4	4.8	0.1	-2.1	-3.1	-5.7	-3.8
Latvia	4.4	8.4	1.0	1.1	0.1	-1.4	-3.3
Lithuania	2.3	4.8	-0.8	-0.3	-5.1	-9.1	-3.3
Luxembourg	2.4	5.5	-1.3	1.3	-4.8	-0.5	-6.0
Malta	3.9	5.2	2.6	0.9	-1.1	-3.2	-0.3
Netherlands	1.9	4.7	-1.4	-1.3	-3.2	-7.3	-5.2
Austria	1.1	1.8	0.1	-1.0	-1.5	-2.1	-2.5
Portugal	2.2	3.8	0.2	-0.4	-1.5	-4.2	-1.7
Slovenia	2.8	4.7	0.5	0.3	-1.1	-0.5	-1.4
Slovakia	2.1	5.1	-1.5	-0.2	-3.6	-4.3	-4.4
Finland	1.6	2.6	0.5	0.9	-0.9	-2.2	-1.7
Euro area	1.5	2.8	-0.1	-0.2	-1.5	-2.7	-2.3
Bulgaria	4.5	7.2	1.2	-1.3	-0.9	-1.7	-2.8
Czech Republic	1.4	2.6	-0.1	0.8	-0.8	-3.2	-3.2
Denmark	3.0	5.3	0.1	2.2	-2.3	-6.5	-1.5
Croatia	2.5	3.8	0.8	0.4	-2.7	-3.8	-3.9
Hungary	5.0	8.0	1.3	-0.5	-2.1	-3.0	-3.1
Poland	2.5	3.5	1.5	-1.2	-1.4	-2.4	-0.2
Romania	9.8	18.0	2.1	3.7	0.2	-1.8	-2.3
Sweden	1.8	3.1	0.2	-0.7	0.1	-1.1	0.0
United Kingdom	2.6	4.3	0.5	1.0	-2.3	-7.6	-0.3
European Union	1.7	3.1	0.1	0.0	-1.5	-3.3	-2.0
United States ²⁾	2.2	3.1	1.0	1.2	1.9	-3.3	-1.0
Japan ³⁾	-0.1	0.5	-0.8	1.2	3.2	-2.3	-3.5

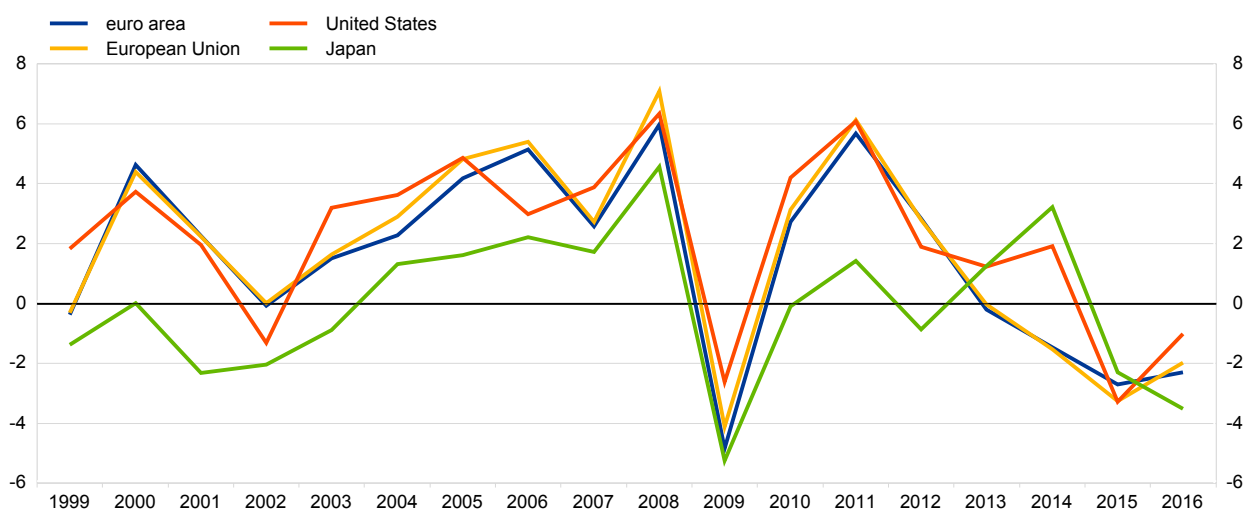
Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

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)



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)

	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.6	1.8	1.3	2.2	-0.2	-0.5	0.2
Germany	1.0	0.2	2.0	1.9	2.0	1.6	1.4
Estonia	4.9	7.0	2.4	4.4	2.1	7.2	4.3
Ireland	0.2	3.8	-4.6	2.8	-4.5	-16.5	.
Greece	1.7	3.6	-0.6	-6.9	-2.4	-2.2	2.1
Spain	1.6	3.3	-0.6	-0.6	-0.3	0.2	-0.4
France	1.6	1.9	1.4	1.2	0.9	0.3	0.8
Italy	2.0	2.7	1.1	0.7	0.0	0.9	0.8
Cyprus	1.7	3.2	-0.1	-5.4	-4.0	-0.9	-0.7
Latvia	4.9	8.8	0.1	5.1	4.9	5.4	4.8
Lithuania	2.1	2.8	1.2	3.1	3.2	4.8	4.7
Luxembourg	2.9	3.6	2.1	0.0	0.5	0.1	.
Malta	2.2	2.6	1.8	1.3	-1.5	-0.2	1.1
Netherlands	1.7	2.0	1.1	1.1	-0.1	-0.8	.
Austria	1.4	1.0	2.0	2.3	2.1	1.5	1.2
Portugal	1.3	2.6	-0.3	1.8	-1.3	-0.5	1.7
Slovenia	3.1	4.6	1.2	0.4	-1.3	0.3	1.7
Slovakia	2.6	3.6	1.3	0.3	0.7	1.3	0.9
Finland	1.8	1.6	2.2	1.4	1.1	1.0	-0.1
Euro area	1.5	1.7	1.2	1.2	0.7	0.3	0.8
Bulgaria	4.9	5.2	4.5	7.4	4.6	2.3	0.2
Czech Republic	2.1	2.8	1.2	0.5	0.4	-0.5	3.1
Denmark	2.0	2.7	1.2	0.6	0.8	1.2	2.6
Croatia	1.9	4.0	-0.2	-2.2	-2.4	-0.5	-2.7
Hungary	4.2	6.0	2.0	0.6	2.1	0.6	5.5
Poland	0.9	0.9	1.0	0.2	0.6	-1.2	.
Romania	12.4	21.6	0.4	-0.6	4.3	-3.8	.
Sweden	2.0	2.2	1.8	1.7	1.0	0.9	0.9
United Kingdom	2.3	2.8	1.6	1.4	0.0	0.7	2.4
European Union	1.6	1.9	1.2	1.1	0.6	0.2	1.0
United States	-0.5	-0.8	0.0	0.0	2.6	2.2	2.7
Japan	-1.7	-2.3	-0.8	-0.9	1.5	.	.

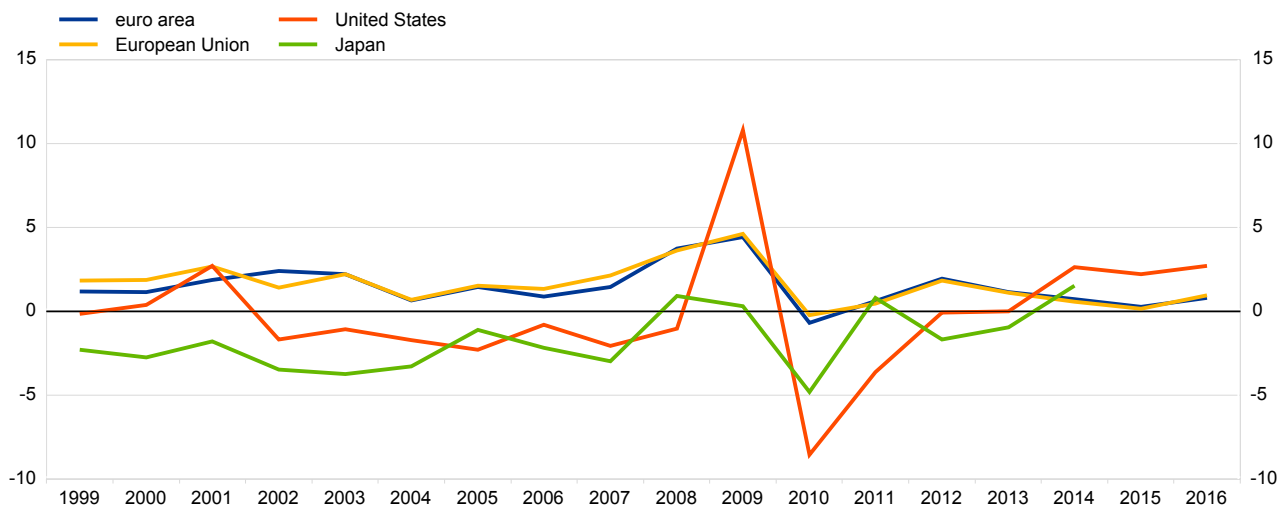
Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg, Malta, Croatia, the euro area and the European Union available since 2001; and for Poland since 2003.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

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)

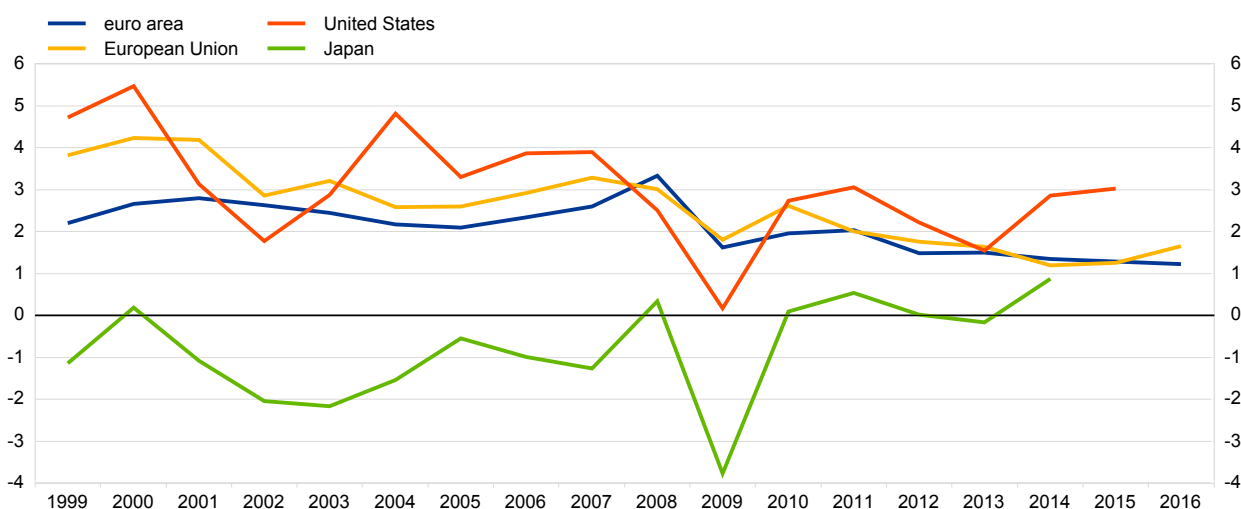
	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.3	2.9	1.5	2.5	1.0	0.0	0.1
Germany	1.6	1.2	2.2	1.8	2.8	2.4	2.3
Estonia	8.3	12.4	3.4	4.6	4.2	5.8	5.6
Ireland	3.5	5.7	0.3	1.4	1.8	2.8	.
Greece	2.2	6.0	-2.2	-7.5	-2.1	-2.9	0.8
Spain	2.2	3.5	0.7	0.3	0.1	0.9	0.1
France	2.4	2.8	1.7	1.6	1.1	1.1	1.3
Italy	1.7	2.6	0.6	0.8	0.1	1.0	0.4
Cyprus	2.4	4.5	-0.2	-5.4	-3.8	-1.1	-0.6
Latvia	9.2	15.1	2.3	5.5	8.6	6.9	6.9
Lithuania	6.4	9.6	2.6	5.4	4.7	5.3	5.0
Luxembourg	2.8	3.5	2.0	2.3	2.6	0.9	.
Malta	3.3	3.9	2.6	2.0	1.5	3.3	2.4
Netherlands	2.5	3.2	1.5	2.1	1.6	0.2	.
Austria	2.1	2.3	1.8	2.1	1.9	1.9	1.3
Portugal	2.2	3.8	0.3	3.6	-1.8	-0.3	1.5
Slovenia	5.0	7.9	1.5	0.5	1.3	1.4	2.2
Slovakia	5.8	8.3	2.7	2.6	1.8	3.1	1.8
Finland	2.7	3.3	1.9	1.3	1.0	1.6	0.9
Euro area	2.1	2.5	1.6	1.5	1.3	1.3	1.2
Bulgaria	8.1	9.1	6.9	8.8	5.6	5.6	3.1
Czech Republic	4.5	6.5	2.0	-0.3	2.6	2.6	3.7
Denmark	2.9	3.6	2.0	1.6	1.5	1.5	2.0
Croatia	2.6	5.3	-0.1	-0.7	-5.4	-0.3	-0.5
Hungary	6.0	9.6	1.8	1.6	1.3	1.5	5.3
Poland	3.7	3.5	3.9	1.7	2.2	1.1	.
Romania	17.9	30.2	2.3	3.8	6.7	0.9	.
Sweden	3.5	4.1	2.7	2.0	2.2	3.5	2.5
United Kingdom	3.3	4.4	1.9	2.1	0.7	1.1	2.8
European Union	2.6	3.3	1.7	1.6	1.2	1.3	1.6
United States	3.0	3.6	2.1	1.5	2.9	3.0	.
Japan	-0.8	-1.0	-0.4	-0.2	0.9	.	.

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg, Malta, Croatia, the euro area and the European Union available since 2001; and for Poland since 2003.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

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)

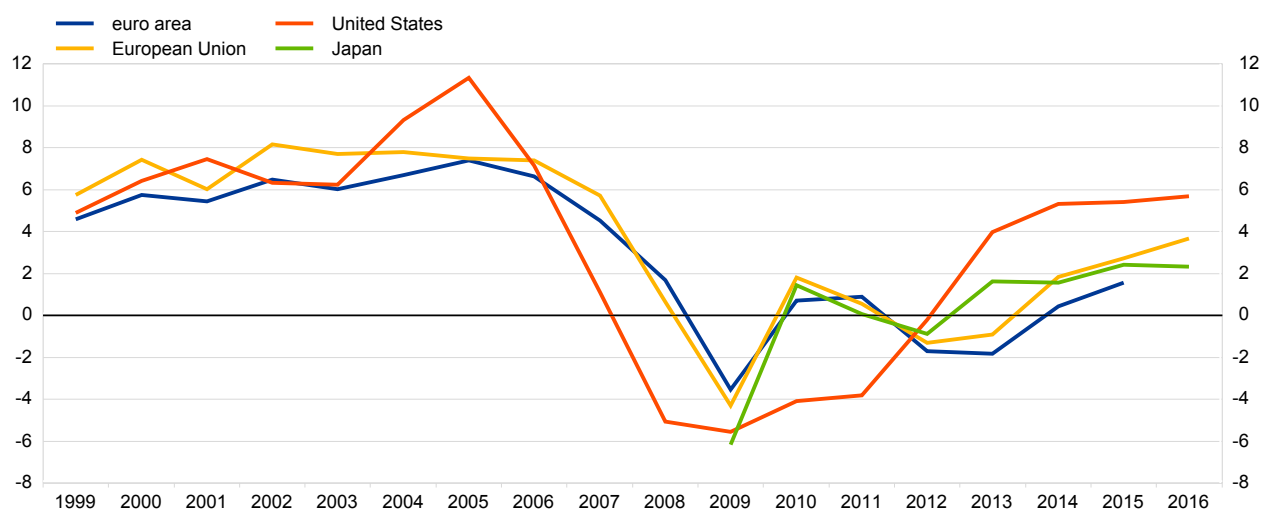
	1999-2016 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2016 ²⁾	2013	2014	2015	2016
Belgium	5.5	7.8	2.4	1.7	0.7	3.7	.
Germany	2.3	1.4	2.8	3.2	3.1	4.5	6.0
Estonia	5.4	17.7	0.5	10.7	13.7	6.9	.
Ireland	3.8	10.6	-4.1	3.5	17.1	8.0	6.6
Greece	1.7	8.6	-6.4	-10.8	-7.5	-5.0	-2.3
Spain	3.7	10.5	-5.4	-10.6	0.3	3.6	.
France	5.0	9.3	-0.2	-2.1	-1.8	-1.9	1.0
Italy	2.2	5.6	-2.4	-5.7	-4.4	-2.6	.
Cyprus	3.9	15.3	-4.9	-6.5	-8.8	-4.3	.
Latvia	-0.5	17.4	-5.1	6.8	6.0	-3.4	.
Lithuania	8.5	20.6	-5.2	3.6	7.6	4.8	.
Luxembourg	3.8	3.3	3.8	5.0	4.4	5.4	.
Malta	5.4	17.2	0.8	-0.4	2.6	5.0	.
Netherlands	3.3	7.4	-1.6	-6.5	0.9	2.8	5.0
Austria	2.8	1.0	5.5	4.7	3.4	4.2	.
Portugal	-1.0	-	-1.0	-1.9	4.3	3.1	.
Slovenia	1.5	14.4	-3.6	-5.2	-6.6	0.8	.
Slovakia	2.8	9.9	-2.9	-0.9	-0.8	0.9	.
Finland	2.6	4.1	2.0	1.2	-0.4	0.0	.
Euro area	3.0	5.5	-0.5	-1.8	0.4	1.6	.
Bulgaria	2.2	22.7	-5.4	-2.2	1.4	2.8	.
Czech Republic	-0.1	-	-0.1	0.0	2.4	4.0	.
Denmark	4.0	10.0	0.0	3.9	3.7	7.0	.
Croatia	-3.0	-	-3.0	-4.0	-1.6	-2.9	.
Hungary	-0.1	2.3	-0.4	-2.6	4.3	11.0	.
Poland	-1.1	-	-1.1	-4.4	1.0	1.5	.
Romania	-4.7	-	-4.7	-0.2	-2.3	3.7	.
Sweden	7.5	8.5	6.0	5.5	9.4	13.1	.
United Kingdom	6.2	9.5	1.6	2.6	8.0	6.0	7.5
European Union	3.7	6.4	0.0	-0.9	1.9	2.7	.
United States	3.2	5.4	0.1	4.0	5.3	5.4	5.7
Japan	1.0	-	1.0	1.6	1.6	2.4	.

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 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015

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)

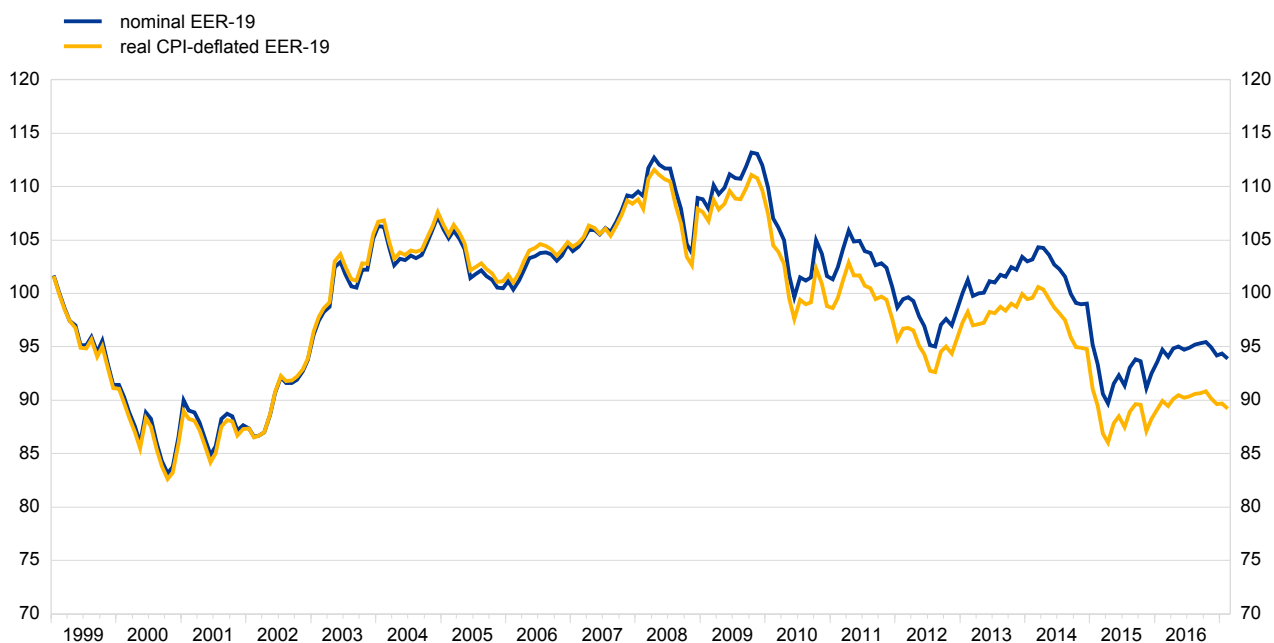
	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
EER-19							
Nominal	99.6	98.8	100.7	101.2	101.8	92.4	94.8
Real CPI	98.2	98.8	97.5	98.2	97.8	88.4	90.1
Real PPI	97.6	98.6	96.3	97.1	97.0	89.3	91.4
Real GDP deflator	95.3	96.9	93.0	91.7	91.9	83.7	
Real ULCM ⁽¹⁾	99.2	97.3	102.0	101.0	98.5	85.0	
Real ULCT	98.7	97.6	100.4	99.0	100.0	90.9	
EER-38							
Nominal	107.3	103.7	111.8	111.9	114.7	106.5	110.4
Real CPI	96.8	97.9	95.5	95.5	96.1	87.8	90.0

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)

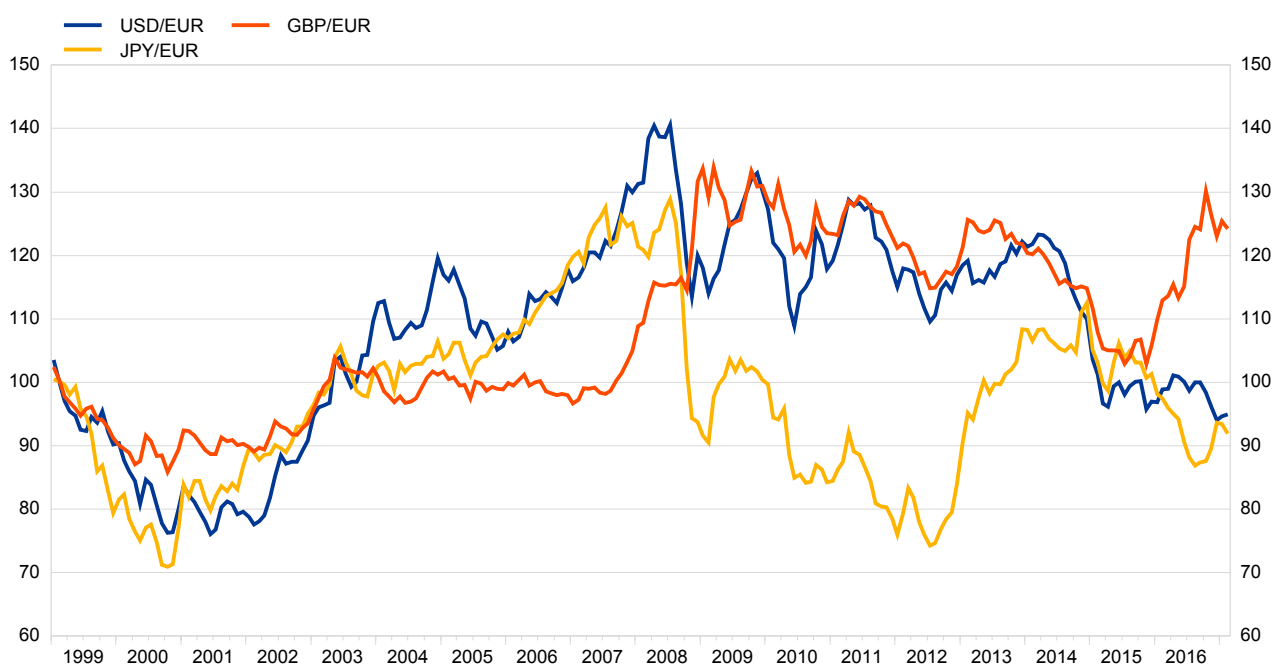
	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Chinese renminbi	8.876	9.468	8.285	8.165	8.186	6.973	7.352
Croatian kuna	7.450	7.406	7.494	7.579	7.634	7.614	7.533
Czech koruna	28.956	31.193	26.161	25.980	27.536	27.279	27.034
Danish krone	7.448	7.446	7.451	7.458	7.455	7.459	7.445
Hungarian forint	271.348	253.282	293.930	296.873	308.706	309.996	311.438
Japanese yen	127.446	130.952	123.063	129.663	140.306	134.314	120.197
Polish zloty	4.081	3.991	4.195	4.197	4.184	4.184	4.363
Pound sterling	0.742	0.674	0.829	0.849	0.806	0.726	0.819
Romanian leu	3.682	3.132	4.369	4.419	4.444	4.445	4.490
Swedish krona	9.210	9.132	9.308	8.652	9.099	9.353	9.469
Swiss franc	1.416	1.555	1.241	1.231	1.215	1.068	1.090
US dollar	1.212	1.155	1.284	1.328	1.329	1.110	1.107

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)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	99.7	99.2	100.3	100.5	100.7	96.6	99.1
Germany	93.1	95.2	95.2	90.3	90.9	86.2	87.5
Estonia	114.1	106.4	123.7	124.4	126.2	124.9	126.9
Ireland	108.2	108.9	107.2	106.8	106.0	97.9	99.3
Greece	101.2	99.7	102.9	102.5	100.7	95.7	96.6
Spain	106.1	104.8	107.8	108.7	108.1	102.7	103.5
France	96.3	97.6	94.7	94.4	94.7	90.4	91.5
Italy	99.8	100.2	99.3	99.8	99.8	95.1	96.0
Cyprus	104.6	104.0	105.3	106.4	105.7	100.1	100.0
Latvia	109.3	104.7	114.9	112.5	114.0	113.2	114.2
Lithuania	121.9	115.7	129.7	128.7	130.1	127.5	129.7
Luxembourg	106.1	104.4	108.1	109.0	109.2	104.7	105.4
Malta	105.8	105.1	106.6	106.7	106.7	101.4	103.3
Netherlands	101.4	102.5	99.9	100.6	100.7	95.3	96.3
Austria	96.5	97.1	95.7	95.7	97.0	94.5	96.0
Portugal	102.7	103.1	102.2	102.2	101.6	99.2	100.5
Slovenia	99.9	99.3	100.6	100.9	101.3	97.6	98.0
Slovakia	162.6	139.4	191.7	193.1	193.4	187.2	188.5
Finland	96.2	96.9	95.2	94.8	96.6	93.3	94.5
Euro area	96.8	97.9	95.5	95.5	96.1	87.8	90.0
Bulgaria	132.8	120.9	147.8	148.8	146.9	140.7	139.9
Czech Republic	132.6	122.4	145.4	146.1	138.1	134.4	137.9
Denmark	98.9	99.5	98.1	97.1	97.7	93.8	95.0
Croatia	104.5	103.5	105.7	105.2	104.7	100.3	101.5
Hungary	129.0	125.4	133.5	134.4	129.2	123.5	124.6
Poland	117.2	117.4	116.9	117.5	118.1	113.4	109.3
Romania	133.0	127.5	140.0	141.5	142.9	137.7	135.8
Sweden	93.3	95.2	90.8	96.1	91.5	85.8	86.6
United Kingdom	90.3	97.9	80.7	79.4	84.9	88.7	79.5
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	94.5	99.3	88.5	84.2	86.1	95.3	99.2
Japan	83.5	89.4	76.2	68.8	64.9	60.7	68.9

Source: ECB.

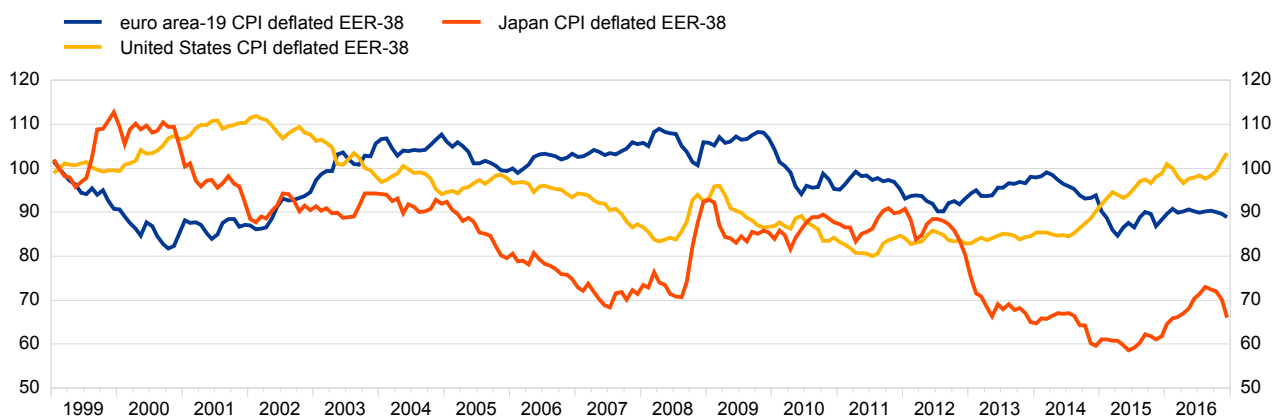
1) For the euro area as a whole, the real effective exchange rate of the euro vis-à-vis 38 trading partners is displayed.

For individual euro area countries, the table shows the harmonised competitiveness indicators calculated vis-à-vis these same trading partners plus the other euro area countries.

For the non-euro area countries, the real effective exchange rate of the euro vis-à-vis 38 trading partners 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

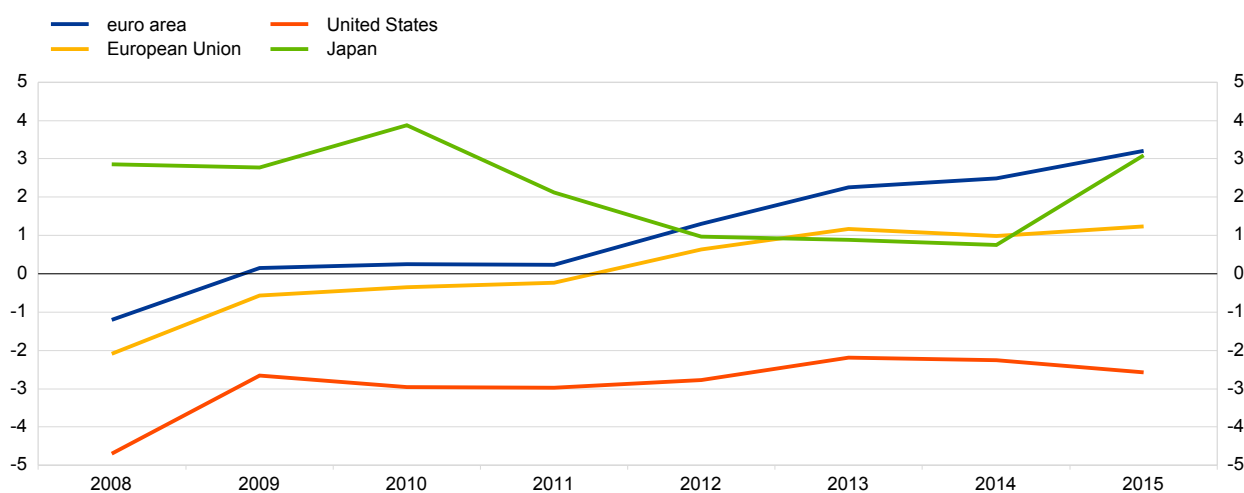
(chain-linked volumes; percentages of GDP; period averages; non-working day and non-seasonally adjusted)

	2008-2015	2008-2011	2012-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.3	-0.7	0.5
Germany	6.7	5.7	7.8	7.2	7.1	7.8	9.0
Estonia	-0.2	-0.7	0.3	-2.1	-0.4	1.1	2.6
Ireland	-0.5	-4.1	3.2	-2.8	2.3	1.8	11.4
Greece	-7.0	-12.1	-1.8	-3.8	-2.0	-1.6	0.1
Spain	-2.1	-5.1	0.9	-0.2	1.5	1.1	1.4
France	-0.9	-0.9	-0.9	-1.2	-0.9	-1.1	-0.2
Italy	-0.8	-2.8	1.1	-0.4	1.0	2.0	1.7
Cyprus	-7.1	-9.5	-4.6	-6.2	-5.1	-4.4	-2.9
Latvia	-2.2	-1.8	-2.6	-4.0	-3.1	-2.2	-0.9
Lithuania	-1.8	-4.0	0.5	-1.3	1.7	4.0	-2.6
Luxembourg	6.4	6.9	6.0	6.4	6.1	5.6	5.8
Malta	0.7	-3.0	4.5	1.8	3.0	7.3	5.8
Netherlands	8.1	6.5	9.7	10.5	10.2	9.2	8.9
Austria	2.5	2.9	2.0	1.5	2.1	2.6	2.0
Portugal	-4.8	-9.6	0.1	-1.8	1.6	0.1	0.4
Slovenia	1.7	-1.4	4.8	2.6	4.9	6.4	5.4
Slovakia	-1.9	-4.9	1.1	1.0	1.9	1.2	0.2
Finland	-0.2	0.9	-1.4	-2.0	-1.7	-1.2	-0.5
Euro area	1.1	-0.1	2.3	1.3	2.3	2.5	3.2
Bulgaria	-3.7	-7.6	0.2	-0.9	1.4	0.1	0.4
Czech Republic	-1.4	-2.5	-0.3	-1.6	-0.5	0.2	0.9
Denmark	6.5	4.8	8.2	6.5	7.3	9.3	9.7
Croatia	-1.0	-3.9	2.0	-0.1	0.9	2.1	5.0
Hungary	0.5	-1.7	2.7	1.8	3.8	2.0	3.3
Poland	-3.6	-5.3	-2.0	-3.8	-1.3	-2.1	-0.6
Romania	-4.3	-6.7	-2.0	-5.0	-1.2	-0.7	-1.3
Sweden	5.9	6.2	5.6	6.3	6.0	5.1	5.2
United Kingdom	-3.8	-2.7	-4.9	-4.0	-4.7	-5.4	-5.4
European Union	0.1	-0.8	1.0	0.6	1.2	1.0	1.2
United States	-2.9	-3.3	-2.4	-2.8	-2.2	-2.3	-2.6
Japan	2.2	2.9	1.4	1.0	0.9	0.8	3.1

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)

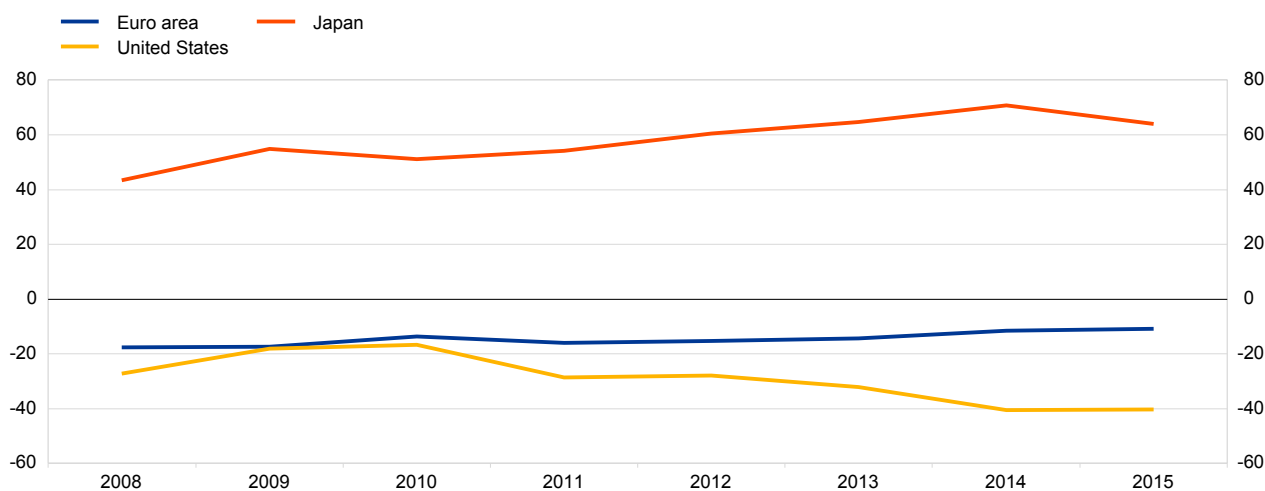
	2008-2015 ¹⁾	2008-2011 ¹⁾	2012-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	58.9	58.5	59.2	53.9	54.8	62.9	65.4
Germany	31.4	22.9	39.9	28.7	35.3	42.8	52.9
Estonia	-61.8	-70.3	-53.3	-55.5	-56.5	-53.6	-47.4
Ireland	-147.2	-121.0	-173.4	-146.0	-142.1	-172.9	-232.6
Greece	-106.1	-87.2	-125.0	-116.4	-127.9	-127.5	-128.2
Spain	-90.8	-88.5	-93.2	-90.0	-94.8	-97.7	-90.6
France	-13.9	-11.6	-16.2	-13.1	-17.1	-17.5	-17.1
Italy	-23.1	-20.9	-25.4	-24.5	-26.4	-25.7	-24.9
Cyprus	-121.9	-104.9	-139.0	-134.2	-142.7	-149.1	-130.2
Latvia	-78.2	-82.5	-73.9	-75.4	-75.0	-73.5	-71.8
Lithuania	-53.7	-55.1	-52.4	-57.7	-51.5	-50.7	-49.6
Luxembourg	22.4	-0.7	45.4	56.3	48.5	37.1	39.8
Malta	21.9	8.7	35.1	20.5	21.7	43.0	55.3
Netherlands	26.2	6.3	46.2	27.4	32.0	59.6	65.9
Austria	-2.3	-5.5	0.9	-3.3	1.4	2.4	3.2
Portugal	-108.9	-101.4	-116.4	-115.8	-118.1	-117.6	-114.3
Slovenia	-44.9	-43.8	-46.0	-50.6	-47.7	-45.6	-40.3
Slovakia	-63.3	-62.5	-64.1	-63.2	-64.4	-65.9	-62.9
Finland	5.6	7.7	3.6	12.4	4.2	-2.9	0.7
Euro area	-14.6	-16.2	-13.0	-15.4	-14.4	-11.5	-10.9
Bulgaria	-81.4	-89.8	-77.2	-83.8	-78.4	-80.7	-65.8
Czech Republic	-40.1	-42.2	-38.0	-46.8	-39.3	-35.2	-30.6
Denmark	24.3	9.2	39.5	37.1	38.7	46.2	35.9
Croatia	-85.3	-85.0	-85.6	-90.4	-88.5	-86.0	-77.3
Hungary	-91.3	-104.3	-78.2	-93.7	-84.2	-74.4	-60.6
Poland	-62.3	-57.2	-67.4	-67.7	-70.2	-68.8	-62.7
Romania	-61.7	-59.4	-64.1	-70.1	-66.9	-62.1	-57.2
Sweden	-6.7	-7.0	-6.4	-16.6	-14.0	1.3	3.7
United Kingdom	-10.1	-3.1	-17.1	-24.3	-17.6	-20.8	-5.8
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	-29.0	-22.7	-35.3	-28.0	-32.2	-40.5	-40.4
Japan	57.9	50.9	65.0	60.5	64.7	70.7	64.0

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

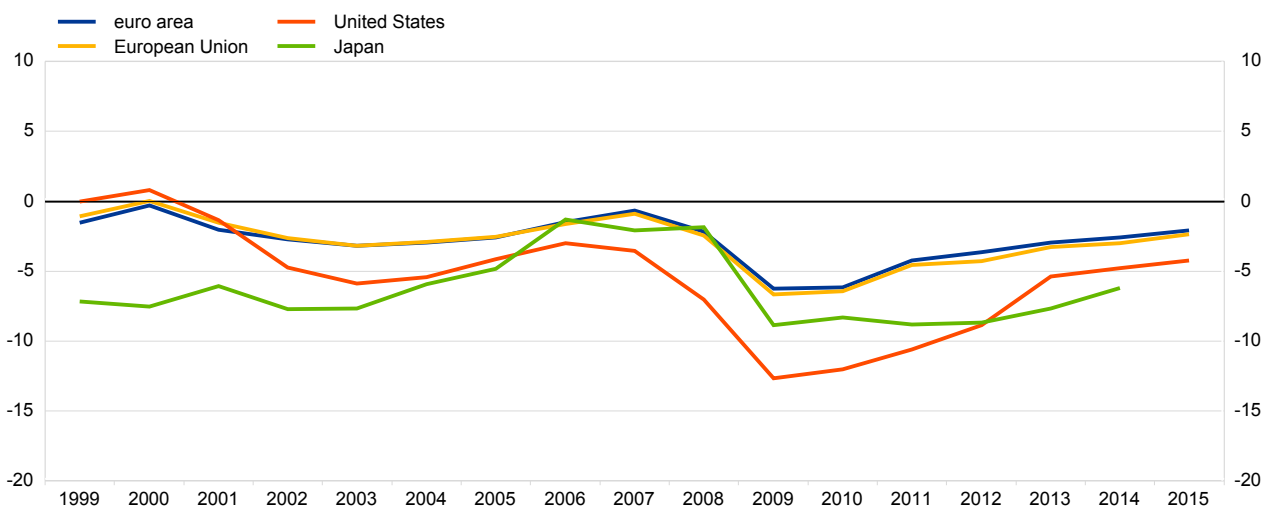
5.1 General government balance (percentages of GDP)

	1999-2015 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	-1.9	-0.6	-3.8	-4.2	-3.0	-3.1	-2.5
Germany	-1.7	-2.1	-1.1	0.0	-0.2	0.3	0.7
Estonia	0.3	0.6	-0.1	-0.3	-0.2	0.7	0.1
Ireland	-4.1	0.7	-11.1	-8.0	-5.7	-3.7	-1.9
Greece	-8.0	-6.7	-10.0	-8.8	-13.2	-3.6	-7.5
Spain	-3.6	-0.3	-8.4	-10.5	-7.0	-6.0	-5.1
France	-3.6	-2.6	-5.1	-4.8	-4.0	-4.0	-3.5
Italy	-3.1	-2.9	-3.5	-2.9	-2.7	-3.0	-2.6
Cyprus	-3.4	-2.1	-5.2	-5.8	-4.9	-8.8	-1.1
Latvia	-2.6	-1.9	-3.6	-0.8	-0.9	-1.6	-1.3
Lithuania	-3.0	-1.9	-4.5	-3.1	-2.6	-0.7	-0.2
Luxembourg	1.6	2.5	0.5	0.3	1.0	1.5	1.6
Malta	-4.0	-4.9	-2.7	-3.6	-2.6	-2.1	-1.4
Netherlands	-1.7	-0.5	-3.6	-3.9	-2.4	-2.3	-1.9
Austria	-2.4	-2.1	-2.8	-2.2	-1.4	-2.7	-1.0
Portugal	-5.5	-4.2	-7.2	-5.7	-4.8	-7.2	-4.4
Slovenia	-3.9	-2.2	-6.4	-4.1	-15.0	-5.0	-2.7
Slovakia	-4.8	-5.0	-4.6	-4.3	-2.7	-2.7	-2.7
Finland	1.2	3.8	-2.4	-2.2	-2.6	-3.2	-2.8
Euro area	-2.8	-2.0	-4.0	-3.6	-3.0	-2.6	-2.1
Bulgaria	-0.7	0.6	-2.4	-0.3	-0.4	-5.5	-1.7
Czech Republic	-3.3	-3.6	-2.9	-3.9	-1.2	-1.9	-0.6
Denmark	0.7	2.4	-1.8	-3.5	-1.1	1.5	-1.7
Croatia	-4.7	-3.7	-5.6	-5.3	-5.3	-5.4	-3.3
Hungary	-4.9	-6.0	-3.3	-2.3	-2.6	-2.1	-1.6
Poland	-4.2	-3.9	-4.7	-3.7	-4.1	-3.4	-2.6
Romania	-3.4	-2.8	-4.2	-3.7	-2.1	-0.8	-0.8
Sweden	0.4	1.2	-0.7	-1.0	-1.4	-1.6	0.2
United Kingdom	-4.2	-2.0	-7.3	-8.3	-5.7	-5.7	-4.3
European Union	-2.9	-1.9	-4.4	-4.3	-3.3	-3.0	-2.4
United States	-5.5	-3.4	-8.4	-8.9	-5.4	-4.8	-4.2
Japan	-6.3	-5.2	-8.1	-8.7	-7.7	-6.2	.

Sources: ESCB and OECD.

1) Data for Luxembourg available since 2000; for Croatia 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)

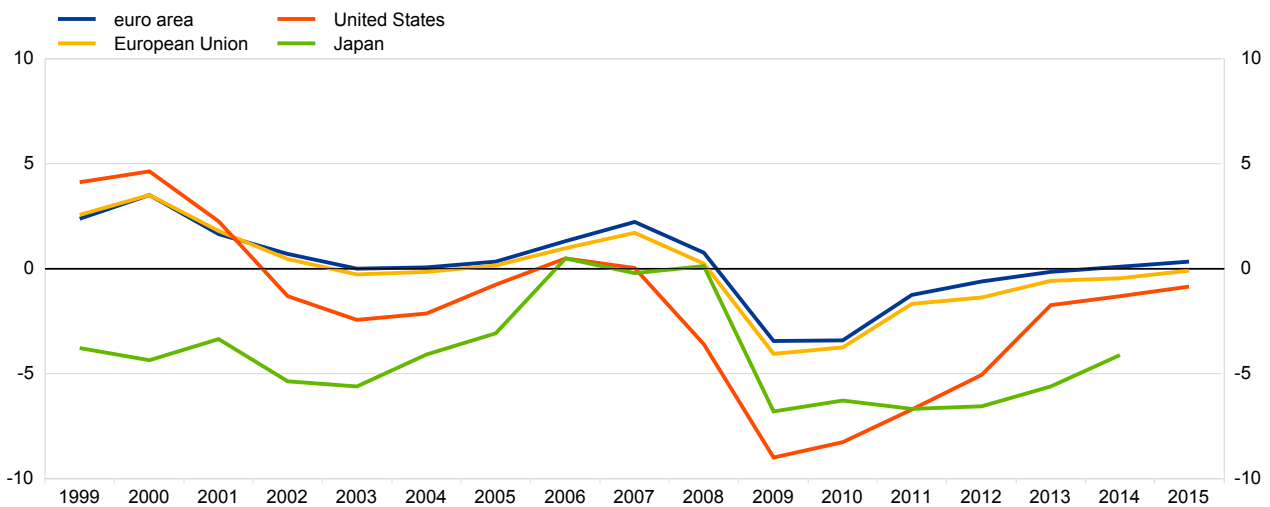
	1999-2015 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	2.6	4.7	-0.3	-0.6	0.3	0.2	0.5
Germany	0.9	0.8	1.1	2.3	1.8	2.1	2.2
Estonia	0.5	0.8	0.1	-0.1	-0.1	0.8	0.2
Ireland	-2.0	2.1	-7.8	-3.9	-1.4	0.1	0.7
Greece	-2.8	-1.3	-5.0	-3.7	-9.1	0.4	-3.9
Spain	-1.1	2.0	-5.6	-7.5	-3.5	-2.5	-2.0
France	-1.0	0.1	-2.7	-2.2	-1.8	-1.8	-1.5
Italy	1.8	2.4	1.1	2.3	2.1	1.6	1.5
Cyprus	-0.6	0.9	-2.6	-2.9	-1.8	-6.0	1.7
Latvia	-1.6	-1.3	-2.1	0.8	0.6	-0.1	0.1
Lithuania	-1.6	-0.8	-2.8	-1.2	-0.9	0.9	1.3
Luxembourg	2.0	2.8	1.0	0.9	1.5	1.9	2.0
Malta	-0.6	-1.2	0.3	-0.6	0.3	0.8	1.2
Netherlands	0.4	2.1	-2.0	-2.2	-0.9	-0.8	-0.6
Austria	0.6	1.1	-0.1	0.5	1.2	-0.3	1.3
Portugal	-2.1	-1.4	-3.0	-0.8	0.0	-2.3	0.2
Slovenia	-1.9	-0.4	-4.2	-2.1	-12.5	-1.9	0.3
Slovakia	-2.6	-2.4	-2.9	-2.6	-0.8	-0.8	-1.0
Finland	2.9	5.8	-1.1	-0.8	-1.4	-1.9	-1.6
Euro area	0.3	1.3	-1.2	-0.6	-0.2	0.1	0.3
Bulgaria	1.0	2.9	-1.6	0.5	0.3	-4.6	-0.8
Czech Republic	-2.2	-2.6	-1.6	-2.5	0.1	-0.6	0.4
Denmark	3.0	5.0	0.0	-1.7	0.6	3.0	-0.1
Croatia	-2.1	-1.8	-2.5	-1.9	-1.8	-1.9	0.3
Hungary	-0.5	-1.5	0.9	2.3	2.0	1.9	2.0
Poland	-1.7	-1.2	-2.4	-1.0	-1.5	-1.5	-0.8
Romania	-1.4	-0.7	-2.5	-1.9	-0.3	0.8	0.9
Sweden	2.2	3.5	0.2	0.0	-0.6	-0.9	0.7
United Kingdom	-1.9	0.1	-4.7	-5.4	-2.8	-3.0	-2.0
European Union	-0.1	1.1	-1.7	-1.4	-0.6	-0.5	-0.1
United States	-1.9	0.1	-4.7	-5.1	-1.7	-1.3	-0.8
Japan	-4.1	-2.9	-6.0	-6.6	-5.6	-4.1	.

Sources: ESCB and OECD.

1) General government balance excluding the interest expenditure.

2) Data for Luxembourg available since 2000; and for Croatia since 2002.

Chart 5.2 Primary general government balance
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

5 Fiscal developments

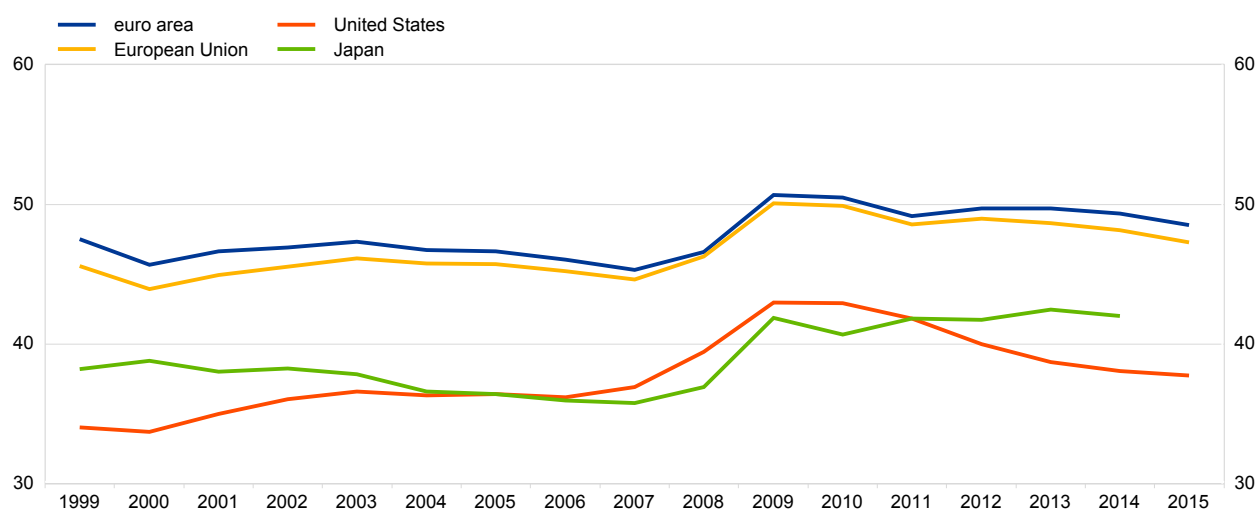
5.3 General government expenditure (percentages of GDP)

	1999-2015 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	51.7	49.6	54.6	55.8	55.7	55.1	53.9
Germany	45.6	45.8	45.3	44.3	44.7	44.4	44.0
Estonia	37.6	35.9	40.1	39.3	38.5	38.5	40.3
Ireland	38.1	34.0	43.9	41.8	39.8	37.8	29.4
Greece	50.1	46.7	54.9	55.4	62.3	50.6	55.4
Spain	41.7	39.0	45.6	48.1	45.6	44.9	43.8
France	54.1	52.3	56.7	56.8	57.0	57.3	57.0
Italy	48.5	47.1	50.5	50.8	50.8	50.9	50.4
Cyprus	39.4	37.2	42.5	41.9	41.3	48.2	40.1
Latvia	37.3	35.8	39.5	37.1	37.0	37.5	37.1
Lithuania	37.2	36.2	38.7	36.1	35.5	34.7	35.1
Luxembourg	42.1	41.0	43.6	44.3	43.4	42.3	42.1
Malta	42.1	42.1	42.1	42.5	41.8	43.2	43.4
Netherlands	44.7	43.2	46.9	47.1	46.3	46.2	45.1
Austria	51.7	51.3	52.2	51.5	51.2	52.8	51.6
Portugal	46.9	44.6	50.1	48.5	49.9	51.8	48.4
Slovenia	47.4	45.1	50.6	48.6	60.3	50.0	47.8
Slovakia	42.1	41.9	42.4	40.6	41.4	42.0	45.6
Finland	51.7	48.6	56.2	56.2	57.5	58.1	57.7
Euro area	47.8	46.5	49.7	49.7	49.7	49.4	48.5
Bulgaria	38.1	38.4	37.7	34.5	37.6	42.1	40.7
Czech Republic	42.5	42.2	43.0	44.5	42.6	42.2	42.0
Denmark	54.0	52.1	56.7	58.3	56.5	56.0	55.7
Croatia	46.9	46.0	47.8	47.1	48.3	48.3	46.9
Hungary	49.3	49.2	49.5	48.6	49.3	49.0	50.0
Poland	43.8	44.2	43.4	42.7	42.4	42.1	41.5
Romania	36.6	36.0	37.5	37.2	35.4	34.4	35.7
Sweden	52.3	52.9	51.6	51.7	52.4	51.5	50.3
United Kingdom	42.0	39.4	45.7	46.3	44.7	43.7	42.8
European Union	46.8	45.4	48.8	49.0	48.7	48.1	47.3
United States	37.8	36.1	40.3	40.0	38.7	38.1	37.7
Japan	39.0	37.3	41.8	41.8	42.5	42.0	.

Sources: ESCB and OECD.

1) Data for Luxembourg available since 2000; and for Croatia 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)

	1999-2015 2)	1999-2008 2)	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	101.3	99.8	103.3	104.1	105.4	106.5	105.8
Germany	68.3	62.6	76.5	79.9	77.5	74.9	71.2
Estonia	6.5	5.0	8.6	9.7	10.2	10.7	10.1
Ireland	58.9	32.1	97.2	119.5	119.5	105.2	78.6
Greece	128.6	104.6	162.7	159.6	177.4	179.7	177.4
Spain	61.0	47.3	80.5	85.7	95.4	100.4	99.8
France	73.6	63.1	88.5	89.5	92.3	95.3	96.2
Italy	111.2	102.9	123.0	123.3	129.0	131.9	132.3
Cyprus	67.3	57.3	81.5	79.3	102.2	107.1	107.5
Latvia	24.3	12.8	40.6	41.3	39.0	40.7	36.3
Lithuania	27.0	19.6	37.6	39.8	38.7	40.5	42.7
Luxembourg	13.6	8.1	20.7	21.8	23.5	22.7	22.1
Malta	66.2	65.3	67.5	67.6	68.4	67.0	64.0
Netherlands	55.6	49.9	63.6	66.4	67.7	67.9	65.1
Austria	73.2	66.6	82.7	82.0	81.3	84.4	85.5
Portugal	83.2	60.8	115.1	126.2	129.0	130.6	129.0
Slovenia	38.9	25.3	58.4	53.9	71.0	80.9	83.2
Slovakia	42.8	39.4	47.7	52.2	54.7	53.6	52.5
Finland	45.3	39.8	53.1	53.9	56.5	60.2	63.6
Euro area	75.9	67.9	87.4	89.5	91.3	92.0	90.4
Bulgaria	29.7	38.3	18.7	16.7	17.0	27.0	26.0
Czech Republic	31.4	25.0	40.6	44.5	44.9	42.2	40.3
Denmark	43.0	42.7	43.5	45.2	44.7	44.8	40.4
Croatia	55.1	38.9	71.2	70.7	82.2	86.6	86.7
Hungary	67.3	60.0	77.7	78.2	76.6	75.7	74.7
Poland	47.0	43.1	52.5	53.7	55.7	50.2	51.1
Romania	25.2	18.8	34.2	37.3	37.8	39.4	37.9
Sweden	45.1	48.2	40.6	37.8	40.4	45.2	43.9
United Kingdom	56.8	39.5	81.5	85.1	86.2	88.1	89.1
European Union	69.2	60.3	81.9	83.8	85.7	86.7	85.0
United States	70.6	55.5	92.1	95.1	97.0	96.9	97.2
Japan	182.9	156.3	221.0	225.8	232.5	236.2	233.4

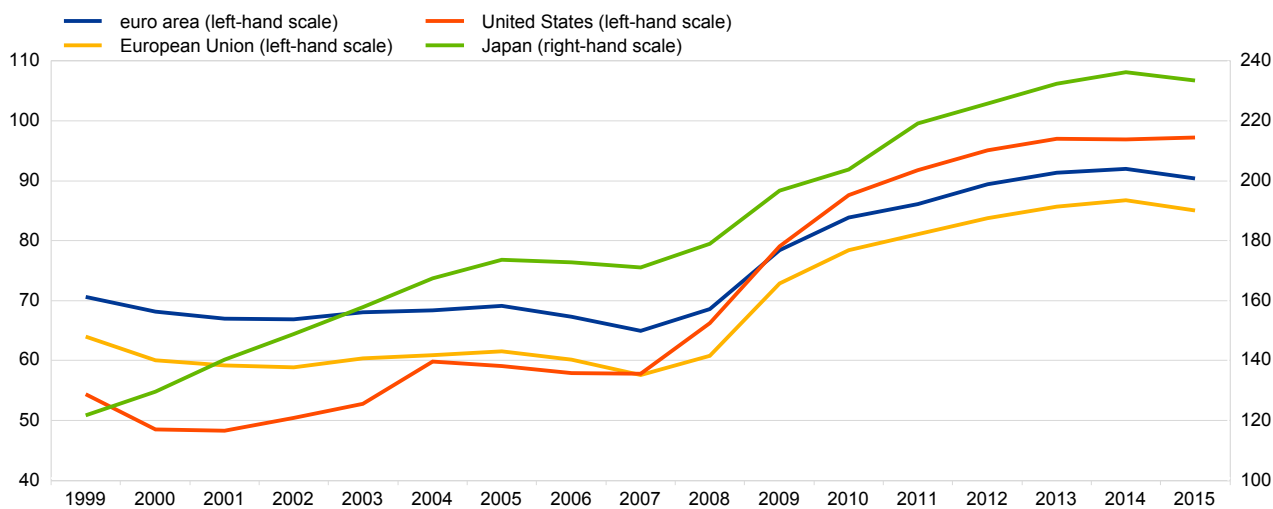
Sources: ESCB and OECD.

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 Bulgaria available since 2000; for Croatia 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'EU sono elencati in questo Rapporto utilizzando l'ordine alfabetico dei nomi dei paesi nelle rispettive lingue nazionali.

Altre sigle

AEC	Accordi europei di cambio	OCSE	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
BCE	Banca centrale europea	PDE	Procedura per i disavanzi eccessivi
BCN	Banca centrale nazionale	PIL	Prodotto interno lordo
BRI	Banca dei regolamenti internazionali	PPE	Posizione patrimoniale sull'estero
CERS	Comitato europeo per il rischio sistemico	PSM	Procedura per gli squilibri macroeconomici
DG ECFIN	Direzione generale per gli affari economici e finanziari della Commissione europea	SEBC	Sistema europeo di banche centrali
EUR	euro	SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
FMI	Fondo monetario internazionale	TCE	Tasso di cambio effettivo
IAPC	Indice armonizzato dei prezzi al consumo	TSCG	Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria
IFM	Istituzioni finanziarie e monetarie	UE	Unione europea
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro	UEM	Unione economica e monetaria
IME	Istituto monetario europeo		
IPC	Indice dei prezzi al consumo		
MVU	Meccanismo di vigilanza unico		

Convenzioni utilizzate nelle tavole

"-" dati inesistenti / non applicabili

“.” dati non ancora disponibili

© Banca centrale europea, 2017

Recapito postale 60640 Francoforte sul Meno, Germania
Telefono +49 69 1344 0
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 10 febbraio 2017. Le statistiche riportate nella Sezione statistica sono aggiornate al 15 marzo 2017.

Fotografie Andreas Böttcher
Luis Felipe Torrego
Andreas Varnhorn

ISSN	1725-2903 (html)	DOI	10.2866/84291 (html)
ISSN	1725-2903 (pdf)	DOI	10.2866/319310 (pdf)
ISBN	978-92-899-2662-1 (html)	Numero di catalogo UE	QB-AA-17-001-IT-Q (html)
ISBN	978-92-899-2664-5 (pdf)	Numero di catalogo UE	QB-AA-17-001-IT-N (pdf)