



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Rapporto annuale

## 2014



© Banca centrale europea, 2015

Recapito postale: 60640 Frankfurt am Main, Germany  
Telefono: +49 69 1344 0  
Sito Internet: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.  
I dati contenuti in questo Rapporto sono aggiornati al 27 febbraio 2015.

Fotografi: Andreas Böttcher  
Thorsten Jansen

ISSN 1725-2903 (epub)  
ISSN 1725-2903 (online)  
ISBN 978-92-899-1782-7 (epub)  
ISBN 978-92-899-1801-5 (online)  
Digital object identifier 10.2866/7837 (epub)  
Digital object identifier 10.2866/278740 (online)  
Numero di catalogo UE: QB-AA-15-001-IT-E (epub)  
Numero di catalogo UE: QB-AA-15-001-IT-N (online)

# Indice

<b>Prefazione</b>	<b>7</b>
<b>Capitolo 1 L'economia dell'area dell'euro, la politica monetaria della BCE e il settore finanziario europeo nel 2014</b>	<b>10</b>
<b>1 L'economia dell'area dell'euro: inflazione bassa e ripresa debole</b>	<b>10</b>
1.1 Il contesto macroeconomico mondiale	10
<b>Riquadro 1</b> Il conflitto in Ucraina e le implicazioni economiche per l'area dell'euro	11
1.2 Andamenti finanziari	18
1.3 Attività economica	22
<b>Riquadro 2</b> Prospettive di crescita a lungo termine per l'area dell'euro	23
1.4 Andamenti dei prezzi e dei costi	28
<b>Riquadro 3</b> L'impatto delle quotazioni petrolifere sull'inflazione nell'area dell'euro	29
1.5 Gli andamenti monetari e creditizi	33
1.6 Politiche di bilancio e riforme strutturali	36
<b>Riquadro 4</b> Le modifiche al quadro di riferimento per la governance macroeconomica e di bilancio	40
<b>2 L'ampliamento degli strumenti di politica monetaria della BCE in un contesto di tassi di interesse di riferimento al limite inferiore effettivo</b>	<b>44</b>
2.1 Il contesto di politica monetaria ha richiesto un intervento risoluto della BCE	44
2.2 L'insieme delle misure di politica monetaria di giugno-ottobre	46
2.3 Le operazioni di rifinanziamento della BCE e l'evoluzione della liquidità	52
2.4 Comunicazione sul bilancio dell'Eurosistema	55
<b>3 Risanamento e rafforzamento della fiducia: il settore finanziario europeo</b>	<b>57</b>
3.1 Salvaguardare la stabilità finanziaria: un compito fondamentale per la BCE	57
3.2 Le competenze macroprudenziali della BCE	63
<b>Riquadro 5</b> La valutazione approfondita delle banche	65
3.3 Le attività microprudenziali della BCE	67
3.4 Le iniziative dell'UE per spezzare il nesso fra banche e soggetti sovrani	70

<b>Capitolo 2</b>	<b>Altri compiti e attività</b>	<b>76</b>
<b>1</b>	<b>Infrastrutture di mercato e sistemi di pagamento</b>	<b>76</b>
1.1	Integrazione e innovazione nei pagamenti al dettaglio	76
1.2	Il sistema per i pagamenti in euro di importo rilevante: Target2	77
1.3	Regolamento integrato e armonizzato dei titoli: Target2-Securities	77
1.4	I servizi di gestione delle garanzie offerti dall'Eurosistema	78
1.5	Sorveglianza sulle infrastrutture di mercato e sui sistemi di pagamento	78
<b>2</b>	<b>Servizi finanziari ad altre istituzioni</b>	<b>81</b>
2.1	La gestione delle operazioni di assunzione e concessione di prestiti	81
2.2	I servizi di gestione delle riserve offerti dall'Eurosistema	81
<b>3</b>	<b>Le banconote e le monete</b>	<b>83</b>
3.1	La circolazione delle banconote e delle monete	83
3.2	Contraffazione delle banconote in euro	84
3.3	La seconda serie di banconote in euro	85
<b>4</b>	<b>Statistiche</b>	<b>86</b>
4.1	Statistiche nuove e più esaustive	86
4.2	Altri sviluppi in ambito statistico	86
4.3	Accessibilità delle statistiche: principali tappe nel 2014	87
<b>5</b>	<b>La ricerca economica</b>	<b>89</b>
5.1	I nuclei di ricerca della BCE	89
5.2	Le reti di ricerca dell'Eurosistema/SEBC	89
5.3	Conferenze e pubblicazioni	91
<b>6</b>	<b>Attività e obblighi giuridici</b>	<b>92</b>
6.1	Evoluzione giuridica legata all'istituzione dell'MVU	92
6.2	Partecipazione della BCE a procedimenti giudiziari a livello dell'UE	93
6.3	Pareri della BCE e casi di inottemperanza	93
6.4	Conformità al divieto di finanziamento monetario e accesso privilegiato	97
<b>7</b>	<b>Il contesto istituzionale</b>	<b>99</b>
7.1	L'allargamento dell'area dell'euro	99
7.2	L'integrazione della Lietuvos bankas nell'Eurosistema	100
<b>8</b>	<b>Le relazioni internazionali ed europee</b>	<b>104</b>
8.1	Le relazioni europee	104
8.2	Le relazioni internazionali	106
<b>9</b>	<b>L'attività di comunicazione esterna</b>	<b>109</b>

<b>Bilancio 2014</b>	<b>112</b>
Relazione sulla gestione per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2014	<b>113</b>
Bilancio della BCE	<b>129</b>
Relazione del revisore	<b>169</b>
Nota sulla distribuzione degli utili/ripartizione delle perdite	<b>170</b>
<b>Stato patrimoniale consolidato dell'Eurosistema al 31 dicembre 2014</b>	<b>171</b>
<b>Allegati</b>	<b>173</b>
<b>1</b> L'assetto istituzionale	<b>173</b>
<b>2</b> Comitati dell'Eurosistema/SEBC	<b>181</b>
<b>3</b> Sviluppi organizzativi e delle risorse umane	<b>183</b>

## Sigle - Paesi

<b>BE</b>	Belgio	<b>LU</b>	Lussemburgo
<b>BG</b>	Bulgaria	<b>HU</b>	Ungheria
<b>CZ</b>	Repubblica Ceca	<b>MT</b>	Malta
<b>DK</b>	Danimarca	<b>NL</b>	Paesi Bassi
<b>DE</b>	Germania	<b>AT</b>	Austria
<b>EE</b>	Estonia	<b>PL</b>	Polonia
<b>IE</b>	Irlanda	<b>PT</b>	Portogallo
<b>GR</b>	Grecia	<b>RO</b>	Romania
<b>ES</b>	Spagna	<b>SI</b>	Slovenia
<b>FR</b>	Francia	<b>SK</b>	Slovacchia
<b>HR</b>	Croazia	<b>FI</b>	Finlandia
<b>IT</b>	Italia	<b>SE</b>	Svezia
<b>CY</b>	Cipro	<b>UK</b>	Regno Unito
<b>LV</b>	Lettonia	<b>JP</b>	Giappone
<b>LT</b>	Lituania	<b>US</b>	Stati Uniti

Secondo la consuetudine dell'Unione, gli Stati membri dell'UE sono elencati in questo Rapporto utilizzando l'ordine alfabetico dei nomi dei paesi nelle rispettive lingue nazionali.

## Prefazione



L'ampiezza degli sforzi dispiegati dalla Banca centrale europea (BCE) nel 2014 è straordinaria in rapporto a qualunque parametro storico. Provo grande soddisfazione nel riferire qui come la BCE, il suo Comitato esecutivo, il suo personale e i Comitati dell'Eurosistema abbiano reagito alle sfide e abbiano consentito al Consiglio direttivo di assolvere il proprio mandato e le proprie responsabilità.

Nel 2014 diversi filoni di lavoro avviati negli anni precedenti sono confluiti in una risposta coerente sul piano delle politiche, grazie alla quale possiamo ora attenderci con fiducia che la ripresa moderata e disomogenea registrata nel 2014 si trasformi in un rafforzamento più robusto e sostenibile e che l'inflazione torni senza indebiti ritardi su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo, in linea con l'obiettivo della BCE.

Dal punto di vista della politica monetaria, nel 2014 ci siamo trovati di fronte a un quadro complesso. La debole ripresa manifestatasi nel 2013 non ha accelerato come inizialmente previsto. La crescita monetaria è rimasta contenuta e il credito ha continuato a contrarsi, sebbene a ritmi gradualmente inferiori. In un contesto caratterizzato da scarse pressioni inflazionistiche interne, la considerevole diminuzione dei corsi petroliferi dalla metà del 2014 ha determinato ulteriori consistenti cali dell'inflazione sul finire dell'anno. Su questo sfondo, ha assunto importanza preminente il timore che l'inflazione permanesse su livelli bassi per un periodo di tempo troppo prolungato, finendo per incidere anche sulle aspettative di inflazione a più lungo termine.

Questa situazione richiedeva un intervento deciso di politica monetaria, che ha dovuto comprendere misure non convenzionali per due ragioni principali. La prima è che l'efficacia della trasmissione della nostra politica monetaria nell'area si era da qualche tempo ridotta, con ampie differenze tra paesi. La seconda riguardava il limitato spazio di manovra per l'utilizzo dello strumento standard della politica monetaria, i tassi di interesse nominali a breve termine, che si collocavano già su livelli prossimi al limite inferiore effettivo.

In giugno e in settembre il margine ancora disponibile si è esaurito con la decisione del Consiglio direttivo di ridurre i tassi di interesse di riferimento al limite inferiore effettivo e introdurre un tasso di interesse negativo sui depositi presso la banca centrale. Abbiamo inoltre annunciato una serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) con l'intendimento di sostenere l'erogazione di credito bancario all'economia reale.

A settembre il Consiglio direttivo ha reagito all'ulteriore deterioramento delle prospettive di inflazione annunciando acquisti di titoli derivanti da cartolarizzazioni e di obbligazioni garantite; ha così inaugurato una fase di espansione monetaria attraverso l'acquisto

di attività che avrebbe poi preso ulteriore slancio con la decisione, annunciata a gennaio 2015, di estendere gli interventi ai titoli del settore pubblico.

L'inusualità delle sfide imponeva risposte altrettanto inusuali, anche sul piano della comunicazione. Poiché la reazione dell'economia agli impulsi della politica monetaria dipende in modo cruciale dalle aspettative, abbiamo dovuto adoperarci di più per spiegare la nostra interpretazione del nuovo contesto economico e chiarire la nostra funzione di reazione al suo interno.

Su questa falsariga, oltre al rafforzamento delle indicazioni prospettiche (forward guidance) introdotte nel 2013, in aprile abbiamo illustrato chiaramente le contingenze dinanzi alle quali il Consiglio direttivo sarebbe intervenuto, come ha infine fatto. Le misure di politica monetaria adottate nel corso dell'anno sono state pienamente in linea con il piano di azione delineato in quell'occasione. Hanno confermato l'indicazione di un impegno unanime del Consiglio direttivo a utilizzare strumenti sia convenzionali sia non convenzionali per affrontare con efficacia i rischi connessi a un periodo troppo prolungato di bassa inflazione.

L'attenzione riservata al continuo aumento della trasparenza delle nostre decisioni e azioni è culminata nell'annuncio che avremmo iniziato a pubblicare i resoconti dei dibattiti sulla politica monetaria tenuti durante le riunioni del Consiglio direttivo, come è avvenuto dalla prima riunione del 2015.

La politica monetaria non opera tuttavia in modo isolato e ha tratto beneficio da un'altra importante attività svolta dalla BCE nel 2014: i preparativi per il Meccanismo di vigilanza unico (MVU) e il suo avvio. Il conseguimento di questo risultato straordinario, in quanto ha richiesto di assumere centinaia di nuovi dipendenti in un arco di tempo ridotto, ha anche fornito l'occasione per condurre il più ampio esame della qualità degli attivi delle banche mai realizzato finora.

La valutazione approfondita dei bilanci delle 130 maggiori banche dell'area dell'euro, che è durata un anno e si è conclusa nel 2014, ha accresciuto la trasparenza e indotto molti intermediari ad adottare azioni preventive di consolidamento dei propri bilanci, quali vendite di attività e interventi di rafforzamento patrimoniale. Questo ha a sua volta contribuito a migliorare la capacità del sistema bancario di trasmettere gli impulsi della politica monetaria e, più in generale, di sostenere la ripresa svolgendo in modo più normale la propria funzione di allocazione efficiente del credito nell'economia reale.

I primi risultati dimostrano che le iniziative varate in parallelo su più fronti hanno esercitato un'efficace azione congiunta. I tassi sui prestiti bancari alle società non finanziarie hanno iniziato a diminuire nella seconda metà dell'anno, oltre a evidenziare una minore dispersione tra paesi. Sembra essere in atto un'inversione di tendenza nella contrazione del credito. Le proiezioni di crescita e le aspettative di inflazione, sia nelle valutazioni degli osservatori esterni sia nell'esercizio previsivo degli esperti della BCE, sono state riviste al rialzo. E il clima di fiducia ha mostrato nell'insieme un miglioramento complessivo.

Le nostre azioni sono state quindi non solo coerenti con il nostro mandato, ma anche credibili, trasparenti ed efficaci. Continuano a sostenere la fiducia nell'euro,

la cui attrattiva come moneta è stata confermata agli inizi e alla fine del 2014: prima con l'adesione della Lettonia quale 18° Stato partecipante all'area e poi con la conclusione dei preparativi all'ingresso della Lituania il 1° gennaio 2015, che ha portato a 19 il numero dei paesi dell'unione monetaria e a 338 milioni i suoi cittadini.

Merita di essere citato un altro importante progetto portato felicemente a compimento nel 2014. Il profilo urbano di Francoforte si è arricchito di un nuovo elemento, che ha ormai assunto i suoi connotati definitivi. Una volta smontate le gru e ultimati gli allestimenti interni, l'organico della BCE assegnato alla nuova sede centrale ha preso possesso dei nuovi uffici lungo le sponde del fiume Meno.

Il presente rapporto annuale approfondisce tutti questi argomenti, descrivendo i nostri compiti e le nostre attività nell'intero 2014 e disegnando il quadro macroeconomico più ampio. Rispetto allo scorso anno, ne abbiamo snellito e migliorato i contenuti per fornirvi una panoramica quanto più possibile efficace. L'anno prossimo ci riserverà nuove sfide, ma mi esprimo a nome di tutto il personale della BCE quando affermo che restiamo uniti nel nostro impegno ad assicurare la stabilità dei prezzi per tutti i cittadini dell'area dell'euro.



Mario Draghi  
Presidente

# Capitolo 1

## L'economia dell'area dell'euro, la politica monetaria della BCE e il settore finanziario europeo nel 2014

### 1 L'economia dell'area dell'euro: inflazione bassa e ripresa debole

#### 1.1 Il contesto macroeconomico mondiale

Tre andamenti principali nell'economia mondiale hanno inciso in misura particolarmente significativa sull'economia dell'area dell'euro durante il 2014: la crescita disomogenea nelle diverse regioni del mondo, assieme alla perdurante debolezza del commercio internazionale; il calo dei prezzi del petrolio e delle altre materie prime; l'indebolimento del tasso di cambio dell'euro.

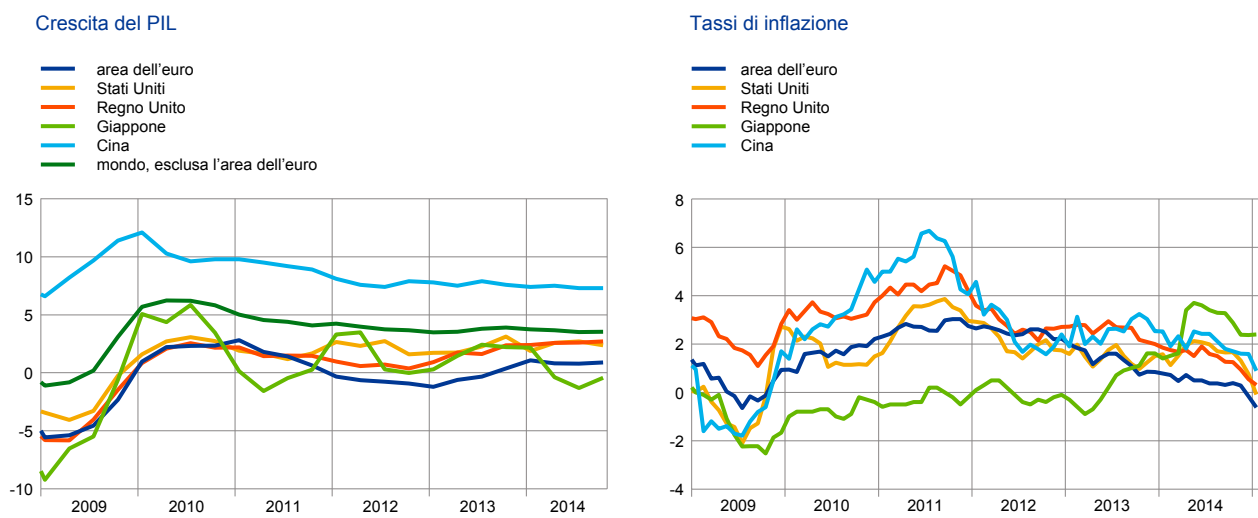
#### La ripresa economica mondiale è rimasta graduale e disomogenea

L'economia mondiale è cresciuta a ritmi moderati nel 2014, in un contesto di crescente divergenza tra le aree e all'interno delle stesse. La debolezza nella prima metà dell'anno va ricondotta in larga parte a fattori temporanei e una tantum quali

**Figura 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.

l'inverno insolitamente rigido negli Stati Uniti e la chiusura di impianti nel settore dell'industria pesante in Cina per motivi ambientali. Nel prosieguo del 2014 l'attività internazionale si è gradualmente rafforzata e ciò ha posto le premesse per un miglioramento, ancorché lieve, della domanda estera dell'area dell'euro (cfr. figura 1).

Nel 2014 è proseguito il cambiamento delle dinamiche di crescita tra le varie aree iniziato alla fine del 2013; mentre gran parte dei paesi avanzati hanno acquisito slancio, i mercati emergenti si sono indeboliti. Le economie avanzate hanno beneficiato in misura crescente dell'esaurirsi del processo di riduzione della leva finanziaria nel settore privato, del miglioramento nei mercati del lavoro, del rafforzamento del clima di fiducia e di politiche accomodanti. Diversi paesi emergenti sono per contro rimasti esposti a impedimenti di natura strutturale e condizioni finanziarie restrittive, che hanno pesato sulle loro prospettive di crescita. Per tutto l'anno sono perdurati rischi di natura geopolitica, legati soprattutto al conflitto tra Ucraina e Russia e alle tensioni nei principali paesi produttori di petrolio, ma il loro impatto diretto sull'attività mondiale è rimasto piuttosto contenuto (cfr. anche il riquadro 1).

## Riquadro 1

### Il conflitto in Ucraina e le implicazioni economiche per l'area dell'euro

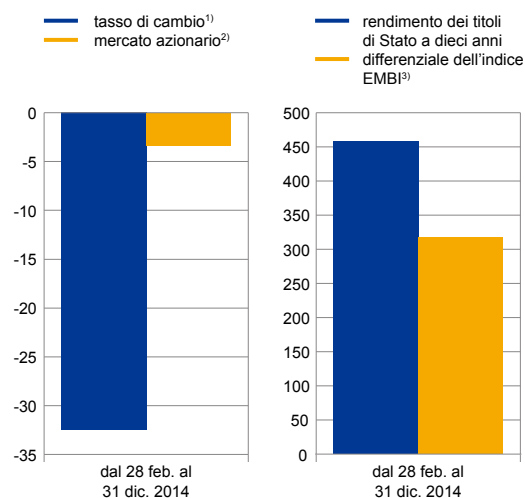
Nel corso del 2014, all'intensificarsi del conflitto nell'Ucraina orientale, le sanzioni imposte alla Russia sono state progressivamente inasprite. In particolare l'Unione europea (UE), in stretta collaborazione con gli Stati Uniti e altri paesi dell'OCSE, ha introdotto in agosto restrizioni all'accesso ai mercati finanziari per le banche e le società russe ed ha ampliato in settembre il novero delle imprese e degli strumenti finanziari interessati da tali misure. È stata inoltre vietata

sia la vendita di attrezzature militari sia l'esportazione di tecnologie per l'esplorazione dei giacimenti di petrolio artico, di acque profonde e di scisto. La Russia ha risposto in agosto con un embargo sulle importazioni di prodotti alimentari da UE, Stati Uniti, Australia, Canada e Norvegia.

## Figura A

### Andamenti dei mercati finanziari in Russia

(variazioni percentuali; differenze in punti base)



Fonti: JPMorgan, Banca di Russia, MICEX e Haver Analytics.

1) Tasso di cambio del rublo russo rispetto al paniere della Banca di Russia composto per il 55% in dollari e per il 45% in euro.

2) Indice del mercato azionario denominato in rubli.

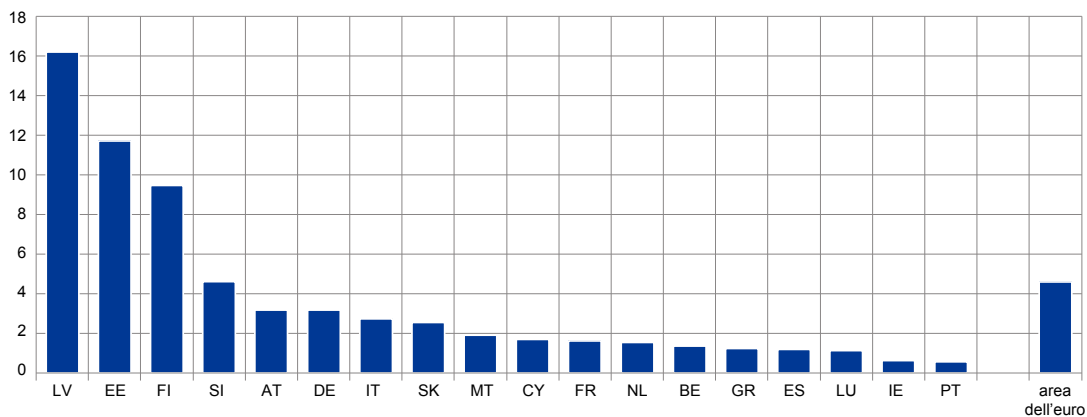
3) Differenziale dell'indice Emerging Market Bond Index di JPMorgan relativo alle obbligazioni sovrane russe denominate in dollari statunitensi.

Sommandosi alla considerevole incertezza provocata dalla crisi e al calo dei prezzi dell'energia, le sanzioni hanno gravato notevolmente sull'economia russa. L'attività economica, già esposta a un periodo prostrato di crescita relativamente stagnante a causa delle diffuse rigidità strutturali, ha subito le ricadute della crisi in Ucraina principalmente attraverso due canali, tra loro collegati. Banche, imprese e Governo hanno visto impennarsi i costi di raccolta (cfr. figura A), con ricadute negative sulle loro opzioni di finanziamento e quindi sugli investimenti. Le pressioni inflazionistiche si sono accentuate, a causa del

## Figura B

### Esportazioni di merci dell'area dell'euro verso la Russia

(in percentuale delle esportazioni totali di merci)



Fonti: FMI ed elaborazioni della BCE.

Note: dati al 2013. Per l'area dell'euro i dati riportati sono al netto delle esportazioni di beni all'interno dell'area.

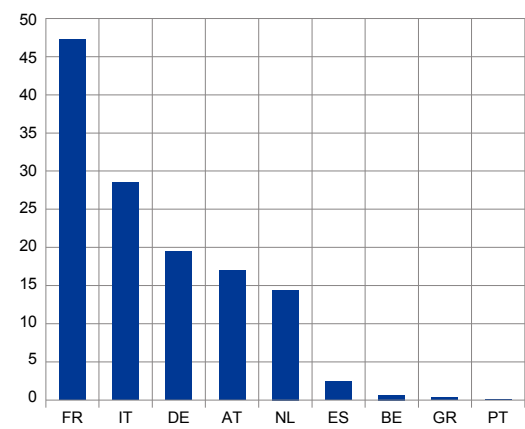
forte deprezzamento del rublo e dei riflessi sui prezzi interni dei beni alimentari dell'embargo sulle importazioni di prodotti agricoli. Ciò ha eroso i redditi reali e costretto la banca centrale russa a restringere le condizioni di liquidità attraverso interventi nei mercati valutari e aumenti dei tassi di interesse, con conseguenze avverse su investimenti e consumi privati. Nell'insieme, questi fattori hanno provocato il ristagno dell'economia russa nel 2014.

Nell'area dell'euro l'impatto della crisi su crescita e inflazione sarebbe stato piuttosto moderato nel 2014, nonostante i considerevoli legami commerciali con la Russia. Tale paese rappresentava quasi il 5 per cento delle esportazioni di merci dell'area (al netto dell'interscambio interno), anche se il dato complessivo cela livelli di esposizione diversi nei singoli paesi (cfr. figura B). Riguardo

## Figura C

### Crediti delle banche dell'area dell'euro nei confronti della Russia

(miliardi di dollari statunitensi)



Fonte: BRI.

Note: Dati al terzo trimestre del 2014 (al terzo trimestre del 2012 per l'Austria). Non tutti i paesi dell'area dell'euro trasmettono dati sui crediti transfrontalieri delle loro banche alla BRI.

all'interscambio con la Russia, l'area dell'euro esporta principalmente beni di consumo e di investimento e importa soprattutto petrolio e gas. Nel 2014 gran parte dei paesi dell'area ha registrato un calo sensibile delle esportazioni verso la Russia. Risulta tuttavia complicato distinguere i possibili effetti del conflitto in Ucraina, delle connesse sanzioni e dell'embargo russo sui beni alimentari da quelli derivanti dalla scarsa domanda conseguente alla debolezza complessiva dell'economia in Russia. Analogamente, è difficile attribuire il deterioramento degli indicatori del clima di fiducia di consumatori e imprese in alcuni paesi dell'area dopo marzo 2014 ai soli eventi in Ucraina, perché altri fattori interni o internazionali potrebbero avere altresì svolto un ruolo. Infine, nel 2014 i prezzi nell'area dell'euro avrebbero risentito in scarsa misura delle ripercussioni del conflitto.

La situazione in Ucraina ha avuto un impatto moderato non solo sul commercio, ma anche sulle banche nell'area dell'euro. Ciò nonostante, le posizioni creditorie delle banche di alcuni paesi dell'area nei confronti della Russia sono considerevoli. In termini assoluti, nel terzo trimestre del 2014 le attività transfrontaliere verso la Russia degli istituti con sede legale in Francia, Italia, Germania, Austria e Paesi Bassi erano rispettivamente pari a 47, 29, 19, 17 e 14 miliardi di dollari (cfr. figura C). È tuttavia improbabile che queste esposizioni rappresentino un rischio sistemico per l'insieme dell'area. Peraltro, i potenziali effetti di propagazione degli eventi in Russia possono influire in modo eterogeneo su singoli gruppi bancari e paesi dell'area.

---

Al tempo stesso, la volatilità nei mercati finanziari e l'avversione al rischio degli intermediari sono rimaste nel complesso moderate per gran parte del 2014. Sono stati tuttavia osservati due brevi episodi di turbolenza nei mercati finanziari agli inizi dell'anno e in ottobre, all'emergere di timori circa la tenuta e il ritmo della ripresa mondiale. Inoltre, la decisione di ridurre gli acquisti di titoli da parte del Federal Open Market Committee statunitense ha contribuito alla graduale diminuzione della liquidità mondiale a partire da gennaio 2014, aumentando ulteriormente la volatilità nei mercati finanziari all'inizio dell'anno. Le tensioni nei mercati finanziari hanno riguardato per lo più le economie emergenti con significativi squilibri interni ed esterni, mentre le ricadute sull'area dell'euro e sull'economia globale sono state molto contenute.

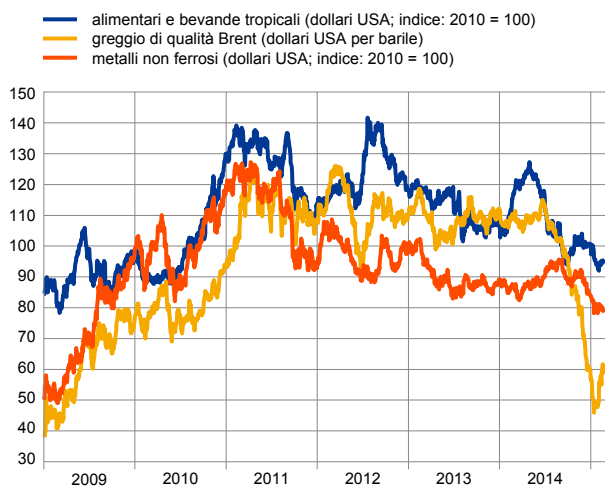
Il commercio internazionale è rimasto complessivamente debole nel 2014. Gli indicatori congiunturali hanno manifestato segnali di debolezza nella prima metà dell'anno, per poi registrare una robusta ripresa nella seconda, pur partendo da livelli molto bassi. Le importazioni mondiali di beni in termini di volume sono cresciute complessivamente del 3,5 per cento nel 2014, contro il 2,6 per cento del 2013 (in base alle statistiche del CPB Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis). Come per l'attività globale, le cause della debolezza di fondo del commercio internazionale si sono gradualmente spostate dalle economie avanzate a quelle emergenti. La risposta moderata dell'interscambio mondiale alla graduale ripresa globale può essere in parte attribuita a fattori strutturali come il minore sostegno derivante da catene produttive mondiali in espansione. Inoltre, gli investimenti, che costituiscono una componente della domanda che genera di norma un'alta intensità di scambi, sono cresciuti a un ritmo insolitamente modesto in alcune delle principali economie.

### **Il calo dei prezzi del petrolio ha esercitato pressioni al ribasso sull'inflazione mondiale**

Con riferimento ai prezzi, la determinante principale della debole dinamica dell'inflazione su scala internazionale nel 2014 è costituita dal calo dei corsi delle materie prime. Tale andamento ha riguardato in particolare i beni energetici e, in misura molto inferiore, quelli alimentari. La crescita costante dell'inflazione a livello mondiale fino a giugno è stata seguita da una diminuzione graduale in gran parte delle economie avanzate ed emergenti, che ha riflesso in larga parte la brusca

**Figura 2**  
Prezzi delle materie prime

(dati giornalieri)



Fonti: Bloomberg e Hamburg Institute of International Economics.

caduta delle quotazioni internazionali del petrolio nella seconda metà dell'anno. Nell'area dell'OCSE l'indice dei prezzi al consumo è aumentato mediamente dell'1,7 per cento (in lieve crescita rispetto all'1,6 per cento del 2013), mentre il tasso medio di inflazione calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è salito dall'1,6 all'1,8 per cento.

Nel 2014 i corsi petroliferi sono diminuiti del 49 per cento se misurati in dollari e del 41 per cento in euro, a causa del forte calo subito a partire dalla fine di giugno. Dopo essersi mantenute relativamente stabili a circa 110 dollari per barile nella prima parte del 2014, a fine anno le quotazioni del greggio di qualità Brent sono scese su livelli inferiori ai 60 dollari al barile (cfr. figura 2). Il brusco ribasso nella seconda metà dell'anno è ascrivibile al robusto livello di offerta a fronte di una domanda più debole del previsto. Dal lato dell'offerta si è registrato un aumento della produzione OPEC, nel contesto di forniture sorprendentemente

abbondanti da paesi caratterizzati da tensioni geopolitiche quali la Libia e l'Iraq. A tale dinamica si è aggiunta la vigorosa espansione della produzione di paesi non appartenenti all'Organizzazione, trainata dallo sfruttamento di fonti non convenzionali di greggio (scisto e sabbie bituminose) in Nord America. Inoltre, in questo contesto, a fine novembre l'OPEC ha deciso di mantenere invariato il suo obiettivo di produzione. Al tempo stesso la domanda è stata debole, di riflesso alla crescita modesta dell'economia mondiale.

I prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche sono diminuiti di circa il 12 per cento rispetto agli inizi dell'anno. Quelli dei beni alimentari hanno risentito principalmente dell'evoluzione dei corsi dei cereali che, dopo il forte aumento tra febbraio e maggio, hanno subito un calo notevole in conseguenza dei raccolti straordinariamente abbondanti su scala mondiale (e in particolare negli Stati Uniti e in Europa). Contrariamente alle attese connesse alla situazione di conflitto in Ucraina, la produzione di cereali della regione del Mar Nero non ha subito interruzioni significative. I prezzi dei metalli sono nell'insieme diminuiti, poiché i rincari subiti dall'alluminio, dal nichel e dallo zinco sulla scia delle condizioni più tese dal lato dell'offerta sono stati ampiamente compensati dai forti ribassi dei minerali ferrosi.

Oltre al calo dei corsi internazionali dei beni energetici e alimentari, anche la ripresa mondiale piuttosto modesta ha contribuito a moderare le pressioni inflazionistiche. La crescita nel 2014 è stata contraddistinta da un riassorbimento molto lento della capacità produttiva inutilizzata e dell'eccesso di offerta nel mercato del lavoro a livello mondiale. Nei singoli paesi l'inflazione al consumo ha risentito anche di altri fattori, compresi gli andamenti del tasso di cambio. Ad esempio, l'apprezzamento del dollaro statunitense e della sterlina britannica ha acuito le spinte al ribasso sull'inflazione negli Stati Uniti e nel Regno Unito derivanti dalla diminuzione dei corsi delle materie prime a livello internazionale.

## Profili di crescita disomogenei nelle principali economie

Negli **Stati Uniti** l'attività economica si è rafforzata nel 2014 e il tasso di incremento del PIL reale è salito al 2,4 per cento nella media dell'anno, un livello superiore di 0,2 punti percentuali rispetto al 2013. Le aspettative agli inizi del 2014 erano più ottimistiche: in gennaio le previsioni di Consensus Economics indicavano mediamente una crescita annua del PIL pari al 2,8 per cento. Uno dei fattori che ha influito su tale dinamica è costituito dalle condizioni meteorologiche avverse all'inizio dell'anno, che si sono tradotte in un calo significativo dell'attività nel primo trimestre. Nel resto del 2014 l'attività economica ha evidenziato un certo vigore ed è stata sorretta dalla domanda interna finale, a segnalare che la ripresa era divenuta più sostenibile. Questo andamento è in linea con il graduale rafforzamento dei fondamentali, cui hanno contribuito l'orientamento accomodante della politica monetaria, le condizioni favorevoli del mercato finanziario, effetti ricchezza positivi derivanti dall'aumento dei corsi azionari e dei prezzi delle abitazioni e il miglioramento nel mercato immobiliare e in quello del lavoro.

L'inflazione è rimasta relativamente moderata nell'insieme del 2014, grazie principalmente ai margini di capacità inutilizzata nell'economia, al forte calo dei corsi dei beni energetici e all'apprezzamento del dollaro statunitense in termini effettivi nominali nella seconda metà dell'anno. L'inflazione misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita all'1,6 per cento nella media del 2014 (dall'1,5 del 2013), mentre il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è sceso all'1,7 per cento (dall'1,8 del 2013).

La politica monetaria è rimasta accomodante nel 2014. Nel contesto del generale miglioramento delle prospettive economiche, il Federal Open Market Committee (FOMC) statunitense ha gradualmente ridimensionato il suo programma di acquisto di attività nel corso dell'anno e lo ha portato a conclusione in ottobre. Ha inoltre mantenuto invariato l'intervallo obiettivo per il tasso di interesse sui Federal Fund tra lo 0 e lo 0,25 per cento per tutto il 2014. La forward guidance, basata sulla definizione di soglie per il tasso di disoccupazione e il tasso di inflazione atteso, fornita dal FOMC da dicembre 2012, è stata modificata a marzo 2014, quando il tasso di disoccupazione effettivo si è avvicinato alla soglia del 6,5 per cento. Il FOMC è passato a una guidance qualitativa che tiene conto di un'ampia serie di variabili nello stabilire fino a quando mantenere inalterato l'obiettivo per il tasso ufficiale sui Federal Fund. Per quanto concerne la politica fiscale, nell'esercizio 2014 il disavanzo del bilancio federale è stato pari al 2,8 per cento del PIL. Tale livello è inferiore al 4,1 per cento dell'esercizio 2013 e il più basso dal 2007.

In **Giappone** l'economia ha rallentato notevolmente per gran parte del 2014. L'inflazione complessiva è salita in corso d'anno dopo l'aumento dell'imposta sui consumi. Le pressioni di fondo sui prezzi sono tuttavia rimaste moderate e l'inflazione al consumo, al netto dell'effetto fiscale, si è mantenuta ben al di sotto dell'obiettivo del 2 per cento fissato dalla Banca del Giappone. Quest'ultima ha ampliato il suo programma di allentamento monetario quantitativo e qualitativo innalzando l'incremento annuo della base monetaria a circa 80 mila miliardi di yen (dai precedenti 60-70 mila miliardi circa) e prolungandone la durata a tempo indeterminato dopo le spinte al ribasso sui prezzi e la debolezza della crescita.

Nel **Regno Unito** l'attività economica ha continuato a espandersi a ritmi robusti nel corso del 2014. Le minori incertezze sul versante macroeconomico e le condizioni creditizie relativamente favorevoli hanno sostenuto la domanda interna e in particolare i consumi privati e gli investimenti in edilizia residenziale, determinando una crescita del PIL del 2,6 per cento, rispetto all'1,7 per cento nel 2013, secondo le stime preliminari. L'accelerazione del prodotto è stata accompagnata da un miglioramento del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione è sceso al 5,7 per cento alla fine del 2014, da oltre il 7 per cento un anno prima. Nonostante la ripresa economica, nei primi trimestri dell'esercizio 2014-2015 l'indebitamento pubblico ha superato le previsioni di bilancio iniziali, per motivi in larga parte riconducibili alla debole dinamica degli utili aziendali, e il disavanzo pubblico è stato superiore al 5 per cento del PIL.

L'inflazione è scesa al di sotto dell'obiettivo del 2 per cento fissato dalla Bank of England, collocandosi all'1,5 per cento nella media del 2014, principalmente grazie alla moderata crescita dei salari e agli effetti ritardati dell'apprezzamento della sterlina nella prima metà dell'anno. Nel corso di tutto il 2014 il Monetary Policy Committee della Bank of England ha seguito un orientamento monetario accomodante, mantenendo il tasso di riferimento allo 0,5 per cento e il suo programma di acquisto di titoli nell'ordine di 375 miliardi di sterline.

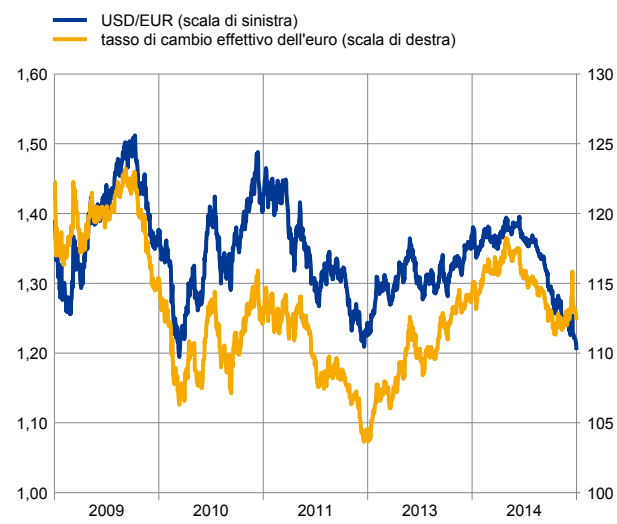
In **Cina** la crescita del PIL in termini reali ha continuato a diminuire per motivi riconducibili alla minore espansione degli investimenti, specie nel settore dell'edilizia residenziale. Le esportazioni hanno evidenziato una dinamica relativamente robusta sulla scia della ripresa del contesto esterno e le importazioni sono rimaste fiacche, in linea con la debolezza degli investimenti e il calo dei prezzi del petrolio. Ciò ha determinato una lieve crescita del surplus di parte corrente, al 2,1 per cento del PIL. Le autorità hanno avviato un numero considerevole di riforme strutturali, compiendo tra l'altro ulteriori progressi nell'apertura del conto capitale e nella liberalizzazione del tasso di interesse. Il credito ha continuato a espandersi a ritmi robusti, ma sono aumentati i segnali di tensioni finanziarie all'indebolirsi dell'economia. Le spinte inflazionistiche sono rimaste moderate per il calo dei prezzi delle materie prime, oltre che per il perdurante processo di ristrutturazione nei settori connessi alle costruzioni. Nello specifico, l'inflazione dei prezzi alla produzione è stata negativa anche nel 2014. L'apprezzamento del renminbi si è notevolmente moderato nel periodo in esame.

## L'euro si è indebolito

Nel corso del 2014 l'euro si è indebolito in termini effettivi nominali. Gli andamenti del tasso di cambio della moneta unica nel 2014 hanno per lo più riflesso le differenze tra le principali economie in termini di posizione nel ciclo e orientamento monetario. Agli inizi di maggio l'euro ha raggiunto un massimo su livelli simili a quelli osservati nel periodo 2010-2011 sia in termini effettivi nominali sia nei confronti del dollaro, dopo un periodo di costante apprezzamento iniziato a luglio 2012 (cfr. figura 3). Da giugno la moneta unica si è deprezzata, in particolare nei confronti del dollaro statunitense, sullo sfondo del costante peggioramento delle prospettive di crescita e inflazione nell'area dell'euro, mentre la BCE annunciava ulteriori misure di politica monetaria. Negli ultimi due mesi dell'anno il deprezzamento del tasso di cambio effettivo della

**Figura 3****Tasso di cambio dell'euro**

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Nota: tasso di cambio effettivo nominale rispetto ai 39 principali partner commerciali.

moneta unica è stato in parte riassorbito per effetto della pronunciata debolezza dello yen giapponese e del rublo russo.

Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise delle 39 più importanti controparti commerciali dell'area, è sceso del 3,4 per cento in media d'anno. In termini bilaterali, la moneta unica ha subito il deprezzamento più accentuato nei confronti del dollaro statunitense (-12,6 per cento) in un contesto in cui il Federal Reserve System ha continuato a ridurre, fino a cessarli, gli acquisti nell'ambito del suo programma di allentamento quantitativo sullo sfondo della costante crescita interna e dei miglioramenti nel mercato del lavoro. In linea con questi sviluppi l'euro si è indebolito sulle divise agganciate al dollaro, compreso il renminbi cinese (10,2 per cento). La moneta unica si è altresì deprezzata nei confronti della sterlina britannica (-6,8 per cento) e si è per contro apprezzata lievemente sullo yen giapponese (+0,4 per cento).

Gran parte dell'apprezzamento è avvenuta dopo che

la Banca del Giappone ha annunciato l'intenzione di estendere gli acquisti non sterilizzati di titoli di Stato e di attuare ulteriori misure non convenzionali di politica monetaria per raggiungere l'obiettivo per l'inflazione a medio termine. Infine, l'euro si è notevolmente apprezzato sul rublo (+60 per cento), in particolare dopo che la banca centrale russa ha adottato ufficialmente un regime di fluttuazione del tasso di cambio in novembre, nel contesto delle perduranti tensioni geopolitiche e del calo dei prezzi dei beni energetici.

Per quanto riguarda le valute europee aventi forti legami con l'euro, la corona danese è al momento l'unica divisa all'interno dei Nuovi accordi europei di cambio (AEC II) dopo l'adesione della Lettonia e della Lituania all'area dell'euro (rispettivamente il 1° gennaio 2014 e il 1° gennaio 2015)<sup>1</sup>. Il lev bulgaro è rimasto ancorato all'euro e il franco svizzero ha continuato a oscillare entro un intervallo ristretto prossimo al suo tasso di cambio minimo ufficiale di 1,20 franchi per euro fino a quando la Banca nazionale svizzera ha deciso di abolire tale vincolo il 15 gennaio 2015. Infine, l'euro si è rafforzato sulle divise degli Stati membri dell'UE con regimi di libera fluttuazione del cambio. In particolare, la moneta unica si è apprezzata nei confronti del fiorino ungherese, della corona svedese e dello zloty polacco (rispettivamente del 7,0, 5,9 e 2,8 per cento) e si è mantenuta sostanzialmente stabile rispetto alla corona ceca, la kuna croata e il leu romeno (guadagnando rispettivamente l'1,1, lo 0,4 e lo 0,3 per cento).

<sup>1</sup> La corona danese era quotata lievemente al di sopra del livello obiettivo di 7,460 corone per euro alla fine del 2014, mentre il litas lituano è stato scambiato a un tasso fisso prima dell'adozione dell'euro da parte del paese.

## 1.2 Andamenti finanziari

Nel 2014 gli andamenti più rilevanti delle dinamiche finanziarie nell'area dell'euro sono stati i seguenti: l'ulteriore normalizzazione della situazione nei mercati monetari, un significativo calo dei rendimenti dei titoli di Stato e dei differenziali di rendimento tra la maggior parte degli emittenti sovrani dell'area, una stabilizzazione del costo del finanziamento esterno per le società non finanziarie e un miglioramento delle condizioni finanziarie delle famiglie.

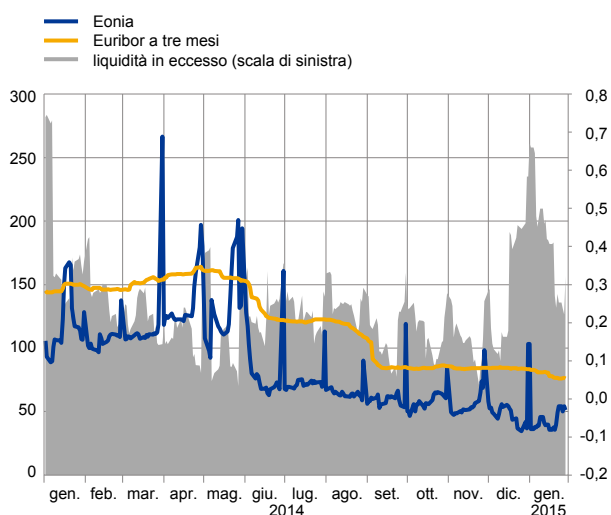
### Le condizioni del mercato monetario dell'area dell'euro hanno continuato a normalizzarsi

L'attività di negoziazione nel mercato monetario dell'area dell'euro ha continuato a migliorare nel 2014, sebbene sia rimasta una lieve frammentazione tra i diversi paesi. Le decisioni del Consiglio direttivo della BCE di ridurre il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali a un livello prossimo allo zero e di portare quello sui depositi in territorio negativo (cfr. sezione 2.1) hanno reso negativi i tassi del mercato monetario

a breve termine. Ad esempio, nel dicembre 2014 i tassi swap sull'indice overnight erano negativi per le scadenze fino a tre anni, mentre per quelle più lunghe la curva dei rendimenti risultava appiattita.

**Figura 4**  
Tassi del mercato monetario a breve termine e liquidità in eccesso

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



Fonti: BCE e Bloomberg.

Nella prima metà del 2014 i tassi del mercato monetario a breve termine hanno evidenziato una volatilità lievemente più elevata, la quale tuttavia non si è tradotta in un aumento del livello o della volatilità dei tassi del mercato monetario a più lungo termine. A maggio la volatilità osservata nei tassi a breve termine è stata provocata soprattutto dalle fluttuazioni della liquidità in eccesso, poiché le controparti hanno adeguato il loro ricorso alle operazioni dell'Eurosistema a fronte di elevati rimborsi delle ORLT triennali, nonché dall'alta volatilità dei fattori autonomi (cfr. figura 4).

Mentre il tasso negativo sui depositi introdotto a giugno 2014 ha avuto ripercussioni eccedenti la variazione stessa sui tassi del mercato monetario overnight, la successiva riduzione di ulteriori 10 punti base, che ha portato il tasso al -0,20 per cento, non si è pienamente trasmessa ai mercati. Nel complesso,

tuttavia, i tassi overnight sono rimasti solo lievemente negativi dopo il taglio di settembre, a un livello quindi nettamente superiore al tasso sui depositi presso la banca centrale, anche tenendo conto del modesto livello della liquidità in eccesso.

Diversi fattori sembrano spiegare il ritardo nella trasmissione. In primo luogo, come previsto, molte banche sono state riluttanti a trasferire il tasso negativo sui depositi a parti della loro base di depositi. In secondo luogo, con riferimento alle proprie attività, le banche hanno impiegato generiche strategie volte a evitare i tassi negativi, quali

una maggiore ricerca di rendimento sulle scadenze più lunghe. In terzo luogo, una serie di altre frizioni spiegano il ritardo nella trasmissione a specifiche aree del mercato.

Nonostante tale ritardo nella trasmissione ai tassi del mercato monetario a brevissimo termine, i tassi negativi hanno ridotto ulteriormente i costi di finanziamento lungo la curva, per effetto dello spostamento delle preferenze degli investitori verso scadenze più lunghe.

## I rendimenti dei titoli di Stato sono significativamente diminuiti

I rendimenti della maggior parte dei titoli di Stato dell'area dell'euro si sono notevolmente ridotti, raggiungendo nuovi minimi storici. Nel 2014 i rendimenti a lungo termine delle obbligazioni sovrane con rating AAA dell'area hanno evidenziato marcate flessioni (cfr. figura 5). Ciò è ascrivibile ai crescenti timori degli investitori per le prospettive macroeconomiche, alla probabilità di un'inflazione più bassa, nonché alle indicazioni prospettiche e ad altre decisioni di politica monetaria della BCE. Inoltre, i bassissimi tassi del mercato monetario hanno sospinto la ricerca di rendimento. Quando il Federal Reserve System ha iniziato a ridurre progressivamente il suo programma di allentamento quantitativo, il differenziale di rendimento tra le obbligazioni a lungo termine degli Stati Uniti e quelle dell'area dell'euro si è ampliato ai livelli massimi dal 2004.

Gli spread sovrani all'interno dell'area dell'euro si sono ulteriormente ridotti per la maggior parte dei paesi, in particolare per quelli che hanno registrato miglioramenti più significativi dei fondamentali macroeconomici e di bilancio. I differenziali di credito si sono parimenti ristretti nel mercato delle obbligazioni societarie, nonostante alcuni episodi di volatilità dovuti a tensioni geopolitiche e a timori per le valutazioni.

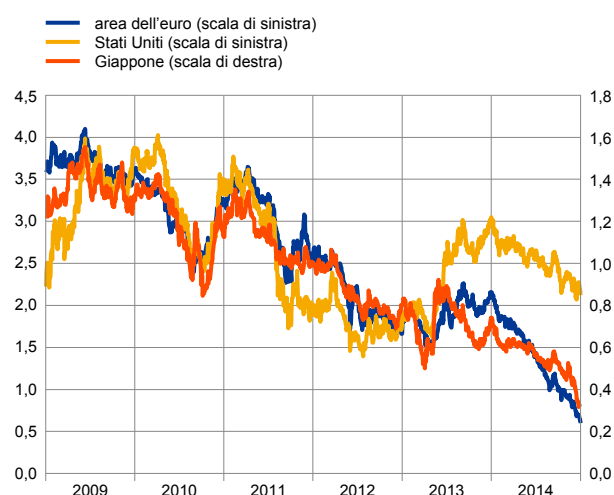
Gli indicatori delle attese di inflazione ricavati dai mercati finanziari hanno segnato una flessione nel 2014, in particolare per le scadenze medio-brevi. Le aspettative di inflazione a più lungo termine sono parimenti scese al di sotto del 2 per cento nell'ultima parte dell'anno.

## L'andamento dei mercati azionari dell'area dell'euro è stato contrastato

I mercati azionari dell'area dell'euro hanno registrato un rialzo costante nella prima metà del 2014, ma hanno successivamente evidenziato un andamento

**Figura 5**  
Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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

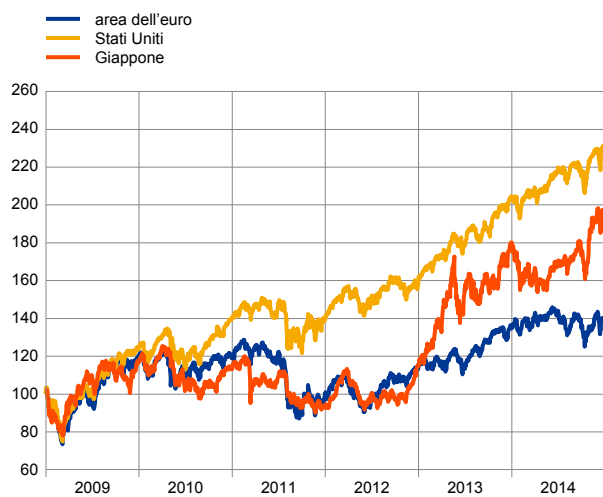


Fonti: EuroMTS, BCE, Bloomberg e Thomson Reuters.

Note: i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si riferiscono a titoli a dieci anni o alla scadenza disponibile più vicina a dieci anni. Il rendimento dei titoli di Stato è calcolato sulla base di dati della BCE relativi a titoli con rating AAA, che comprendono titoli di Austria, Finlandia, Germania e Paesi Bassi.

**Figura 6**  
Principali indici dei corsi azionari

(indice: 1° gennaio 2009 = 100; dati giornalieri)

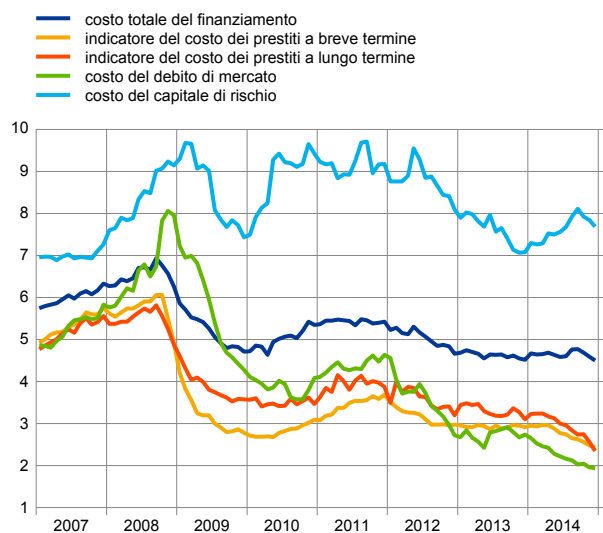


Fonte: Thomson Reuters.

Nota: gli indici utilizzati sono il Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia) per l'area dell'euro, lo Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e il Nikkei 225 per il Giappone.

**Figura 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.

Nota: il costo complessivo del finanziamento esterno 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. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2014.

più contrastato, a differenza di quanto osservato negli Stati Uniti e in Giappone (cfr. figura 6). Nella seconda metà dell'anno l'intensificarsi delle tensioni geopolitiche e i timori per le prospettive di crescita globale hanno inciso negativamente sui mercati azionari. I ribassi delle azioni dell'area dell'euro sono stati più significativi di quelli di altri importanti mercati, per effetto di dati economici pubblicati peggiori rispetto alle attese per l'area e per il fatto che le tensioni geopolitiche hanno pesato maggiormente sulle azioni dell'area, in quanto le conseguenze macro-finanziarie del conflitto Russia-Ucraina sono state considerate più gravi per l'area dell'euro. Nel complesso, sebbene i mercati azionari dell'area abbiano segnato una notevole ripresa negli ultimi anni, l'indice Euro Stoxx rimane ancora a livelli inferiori di circa il 25 per cento a quelli di fine 2007.

## Il costo del finanziamento esterno delle società non finanziarie si è stabilizzato

Il costo nominale complessivo del finanziamento esterno delle società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato. Un netto calo del costo del finanziamento tramite titoli di debito e di quello bancario è stato quasi interamente controbilanciato da un significativo incremento del costo del capitale di rischio, che a sua volta è riconducibile a un'impennata dei premi per il rischio azionario nei primi nove mesi dell'anno (cfr. figura 7). Al contempo, l'eterogeneità dei costi del finanziamento esterno tra i paesi dell'area dell'euro, pur attenuandosi leggermente, è rimasta significativa.

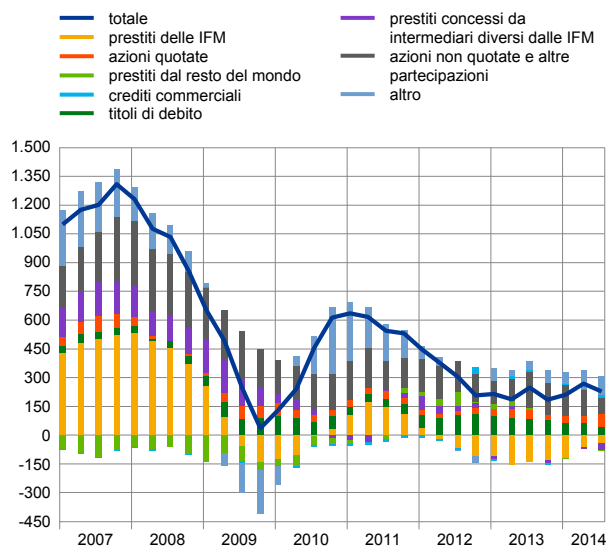
## Il ricorso al finanziamento esterno è rimasto sostanzialmente stabile su livelli bassi

Nel 2014 il ricorso al finanziamento esterno da parte delle imprese non finanziarie è rimasto sostanzialmente stabile su livelli bassi (cfr. figura 8), dopo essersi ridotto tra gli inizi del 2011 e la metà del 2013. Le emissioni nette di titoli di debito e azioni quotate da parte di società non finanziarie sono rimaste sostenute e hanno più che

compensato i deflussi legati ai rimborsi netti di prestiti bancari. L'erogazione di credito da parte di soggetti diversi dalle IFM e di soggetti esteri è stata modesta. Ciò indica che le emissioni obbligazionarie indirette da parte di imprese non finanziarie tramite

**Figura 8****Variazioni nelle fonti di finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro**

(somma di quattro trimestri; miliardi di euro)

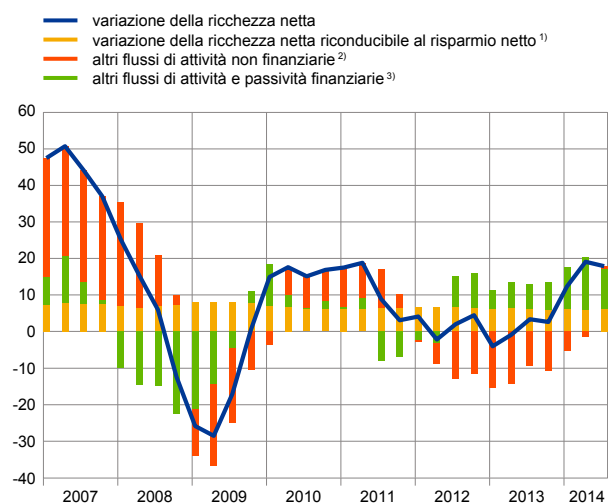


Fonti: Eurostat e BCE.

Note: prestiti concessi da IMF e da intermediari diversi dalle IMF (altri intermediari finanziari, compagnie di assicurazione e fondi pensione) corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni. Per "altro" si intende la differenza tra il totale e gli strumenti riportati nella figura, comprensiva dei prestiti intersocietari. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2014.

**Figura 9****Variazione della ricchezza netta delle famiglie**

(somme di quattro trimestri; 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 2014.

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 attività immobiliari (terreni inclusi).

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

proprie società veicolo aventi sede in altri paesi membri e al di fuori dell'area dell'euro sono state contenute.

Il credito al commercio e i prestiti intersocietari sono rimasti deboli, forse per effetto del fatto che le imprese hanno utilizzato i maggiori utili non distribuiti e la propria liquidità in deposito per finanziare il capitale circolante. Le emissioni nette di azioni non quotate e altre partecipazioni sono diminuite<sup>2</sup>. L'indebitamento delle società non finanziarie (misurato in percentuale del PIL) si è stabilizzato su livelli elevati, dopo essere sceso continuamente dalla metà del 2012. Il perdurare della riduzione della leva finanziaria sarebbe stata evitato dalla debolezza dell'attività economica.

**La ricchezza netta delle famiglie ha continuato a risalire**

Nel 2014 la ricchezza netta delle famiglie ha continuato ad aumentare, per effetto dei continui rialzi delle quotazioni dei titoli, mentre le perdite sugli immobili posseduti sono nettamente diminuite (cfr. figura 9). Gli investimenti finanziari delle famiglie, pur in lieve rialzo, sono rimasti a livelli prossimi ai minimi storici, riflettendo una crescita del reddito ancora debole e la necessità di ridurre l'indebitamento in diversi paesi. Le famiglie hanno continuato a riversare i propri risparmi in depositi, in prodotti assicurativi del ramo vita e pensionistici. Al tempo stesso, hanno incrementato significativamente la quota investita in fondi comuni e azioni, continuando a ridurre gli investimenti in titoli di debito. I costi del finanziamento delle famiglie sono sensibilmente diminuiti, ma hanno continuato a essere diversificati in base alla tipologia e alla scadenza dei prestiti nonché al paese di origine. L'acquisizione di nuovi prestiti bancari da parte delle famiglie è rimasta contenuta e l'indebitamento di queste ultime ha continuato a ridursi gradualmente, pur restando a livelli relativamente elevati. Gli indici di indebitamento delle famiglie hanno continuato a differire significativamente tra i diversi paesi. L'onere del servizio del debito delle famiglie è ulteriormente diminuito per effetto della perdurante debolezza delle dinamiche del credito e dei cali dei tassi sui prestiti bancari.

<sup>2</sup> Ciò è ascrivibile in parte alle multinazionali estere che hanno proseguito a trasferire gli utili non distribuiti all'esterno dell'area dell'euro. Tali trasferimenti sono infatti inizialmente registrati all'interno di tale voce dei bilanci societari.

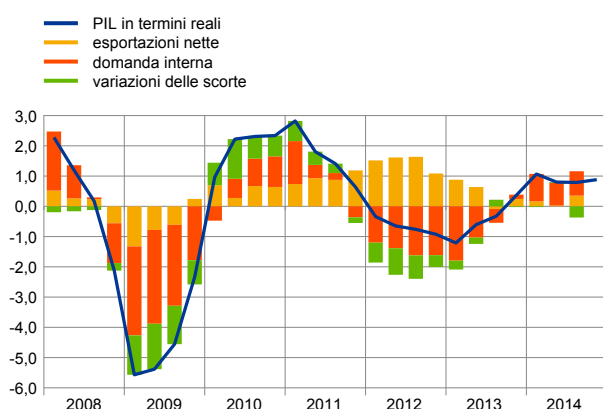
## 1.3 Attività economica

Dopo due anni di crescita negativa del prodotto reale su base annua in seguito alla crisi del debito sovrano, la ripresa graduale nell'area dell'euro, iniziata nel secondo trimestre del 2013, è proseguita nel 2014, seppur in modo disomogeneo nel corso

**Figura 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.

Note: i dati fino al terzo trimestre del 2014 non sono destagionalizzati né corretti per il numero di giornate lavorate. I dati sulla crescita del PIL per il quarto trimestre del 2014 sono stimati sulla scorta della stima rapida dell'Eurostat che è destagionalizzata e corretta per il numero delle giornate lavorate.

dell'anno. Di conseguenza, nel 2014 la crescita annua si è collocata in media allo 0,9 per cento. Tale risultato ha rispecchiato il contributo positivo e crescente della domanda interna, dati gli apporti sostanzialmente nulli degli interscambi netti e dell'andamento delle scorte (cfr. figura 10). Allo stesso tempo, il rafforzamento della crescita che era atteso attorno alla metà dell'anno non si è concretizzato, riflettendo la debole domanda estera e una molteplicità di fattori tra i paesi dell'area, con un ruolo fondamentale svolto dagli insufficienti progressi sul fronte delle riforme strutturali in alcuni paesi.

### La ripresa economica è proseguita nel 2014 anche se a un ritmo lento

Il ritorno a una crescita annua media positiva nel 2014 è stato sostenuto da un orientamento molto accomodante della politica monetaria, da un miglioramento delle condizioni di finanziamento e da un consolidamento dei

saldi di bilancio. Questi fattori, in particolare le diverse misure di politica monetaria attuate nell'arco degli anni recenti, hanno sostenuto soprattutto la fiducia dei consumatori e i consumi privati, la principale determinante per la ripresa. Anche la fiducia delle imprese si è rafforzata rispetto alla media del 2013, per via di una minore incertezza nei mercati finanziari e di un miglioramento delle condizioni finanziarie, sia per le imprese di piccole dimensioni sia per quelle medie, soprattutto durante la prima metà dell'anno. Nei mesi successivi del 2014 il calo dei prezzi dell'energia ha condotto a un recupero significativo, dopo un periodo prolungato di flessione, del reddito disponibile reale delle imprese nonché delle famiglie, con queste ultime altresì favorite dall'aumento dell'occupazione.

La tendenza crescente nel 2014 è stata al tempo stesso frenata da una serie di fattori che hanno interessato in prevalenza gli investimenti. Tali fattori sono riconducibili in particolare al debole impulso dell'interscambio commerciale, al livello elevato di disoccupazione, all'alto grado di capacità produttiva inutilizzata, agli aggiustamenti in atto nei bilanci del settore pubblico e di quello privato e, non da ultimo, allo slancio insufficiente nonché alle incertezze per quanto riguarda l'attuazione di riforme strutturali in alcuni paesi dell'area dell'euro. Hanno esercitato un effetto frenante anche le tensioni geopolitiche, soprattutto nel contesto della crisi in Ucraina, comportando una maggiore incertezza sul fronte delle prospettive economiche e della redditività nell'ultima parte del 2014.

Una serie di fattori hanno gravato sulla crescita a lungo termine. Il riquadro 2 considera le prospettive di crescita del prodotto potenziale nel lungo periodo per l'area dell'euro e i fattori alla base di tali prospettive ed evidenzia i benefici sostanziali che possono derivare da ulteriori riforme strutturali.

La domanda interna ha fornito un apporto di circa 0,8 punti percentuali alla crescita del prodotto nel 2014, il maggiore contributo dal 2007. È proseguito il rafforzamento dei consumi privati nel corso del 2014, dopo l'avvio del recupero nel 2013, per effetto dell'incremento del reddito disponibile reale favorito dalla flessione dei prezzi delle materie prime. Il tasso di risparmio delle famiglie si è sostanzialmente stabilizzato nella prima metà del 2014 e sarebbe rimasto su un livello relativamente basso nella seconda metà dell'anno, sostenendo in tal modo la dinamica dei consumi. Dopo le flessioni dei due anni precedenti, gli investimenti totali sono aumentati nel complesso del 2014, contraendosi però nel secondo e nel terzo trimestre dell'anno soprattutto per via della persistente debolezza della componente delle costruzioni. Tale perdita di slancio ha seguito quattro trimestri consecutivi di variazioni congiunturali positive, indicando principalmente che il rafforzamento della crescita che era atteso intorno alla metà dell'anno non si è concretizzato. Questo ha frenato gli investimenti poiché i profitti si sono indeboliti ed è aumentata l'incertezza riguardo alle prospettive della domanda futura. I consumi collettivi hanno fornito un apporto positivo alla crescita economica nel 2014 in prevalenza sulla scia di un'espansione lievemente maggiore sul piano dei trasferimenti sociali in natura, che comprendono voci come la spesa sanitaria, mentre i redditi dei dipendenti pubblici e i consumi intermedi hanno continuato a mostrare una crescita modesta o persino un calo.

## Riquadro 2

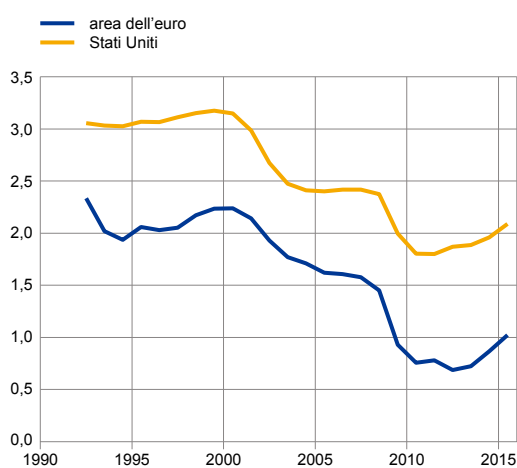
### Prospettive di crescita a lungo termine per l'area dell'euro

Il prodotto potenziale misura il livello di attività economica conseguibile nel medio e lungo termine, quando tutte le risorse sono pienamente utilizzate. Le stime del prodotto potenziale formulate dalle istituzioni internazionali ed europee, come la Commissione europea, l'FMI e l'OCSE, mostrano tutte che la crescita potenziale dell'area dell'euro è stata influenzata negativamente dalla crisi economica e finanziaria; si stima un indebolimento fino a un valore compreso tra lo 0,5 e l'1,0 per cento nel 2014, da oltre l'1,5 per cento prima della crisi. In prospettiva, le proiezioni a più lungo termine

#### Figura A

##### Stime della crescita potenziale per l'area dell'euro e gli Stati Uniti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

indicano che la crescita potenziale dell'area aumenterà in modo graduale sino a raggiungere i tassi pre-crisi, permanendo tuttavia più debole rispetto al dato per gli Stati Uniti. Questo riquadro riassume le prospettive di crescita a lungo termine dell'area dell'euro e i fattori alla base di tali prospettive.

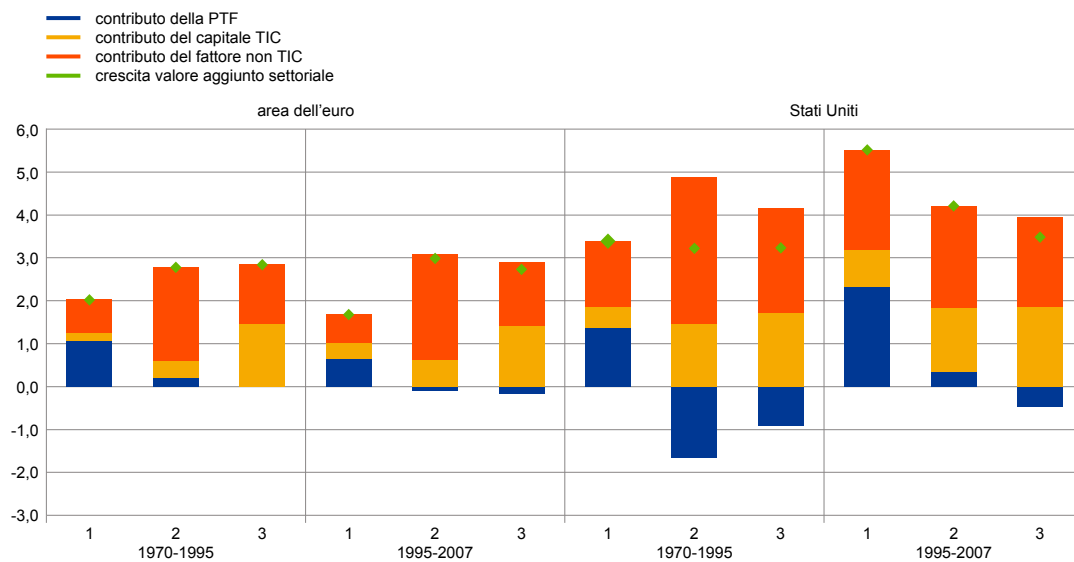
#### Quali sono le ragioni delle precedenti differenze con gli Stati Uniti?

Si stima che la crescita potenziale dell'area dell'euro nei primi anni '90 sia stata pari al 2 per cento circa, di gran lunga più elevata rispetto alle stime per il decennio con inizio nel 2010; inoltre, la crescita potenziale dell'area è stata più contenuta rispetto a quella degli Stati Uniti per diversi decenni (cfr. figura A).

## Figura B

### Fonti della crescita nel settore dei servizi di mercato

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



Fonti: database EU KLEMS ed elaborazioni della BCE

Note: PTF sta per produttività totale dei fattori; TIC sta per tecnologia dell'informazione e delle comunicazioni. 1, 2, e 3 si riferiscono a servizi di distribuzione, finanziari e personali rispettivamente.

Delle tre componenti principali della crescita, ossia lavoro, capitale e produttività totale dei fattori (PTF), la dinamica soprattutto dell'ultima componente è stata più contenuta nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti per quanto riguarda l'economia totale (per un confronto delle determinanti della crescita potenziale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, cfr. il capitolo 5 in "Potential output from a euro area perspective", *Occasional Paper Series*, n. 156, BCE, novembre 2014). Tale andamento può essere riconducibile a diverse ragioni. Alcuni indicatori su ricerca e sviluppo (ad esempio il numero di brevetti, il numero di ricercatori in proporzione alla popolazione, il grado di penetrazione di Internet e le esportazioni di prodotti ad alto contenuto tecnologico in proporzione alle esportazioni di manufatti) suggeriscono che l'area dell'euro è in ritardo in termini di capacità innovativa. In particolare, la diffusione delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC) ha svolto un ruolo di maggior rilievo negli Stati Uniti e il suo apporto alla produttività nel settore dei servizi è stato più consistente (cfr. figura B). Sebbene negli anni 2000 siano stati compiuti progressi in materia di riforme nei mercati dei beni nell'area dell'euro, i mercati dei servizi e del lavoro sono rimasti più rigidi rispetto a quanto riscontrato negli Stati Uniti.

### Gli effetti della crisi economica e finanziaria

La crisi economica e finanziaria ha ridotto il prodotto potenziale dell'area dell'euro attraverso due canali principali: minori investimenti e maggiore disoccupazione strutturale. In primo luogo, durante la fase più acuta della crisi, i tassi di investimento sono calati notevolmente, con un peggioramento soprattutto delle condizioni di finanziamento (ad esempio termini e disponibilità del credito). L'acuirsi dell'incertezza politica ed economica e le prospettive economiche sfavorevoli hanno reso più difficile la valutazione dei progetti di investimento e hanno ridotto il tasso atteso di rendimento degli investimenti. L'alto grado di indebitamento delle società non finanziarie in alcuni paesi dell'area ha reso inoltre indispensabile una riduzione della leva finanziaria, riducendo ulteriormente la domanda di credito.

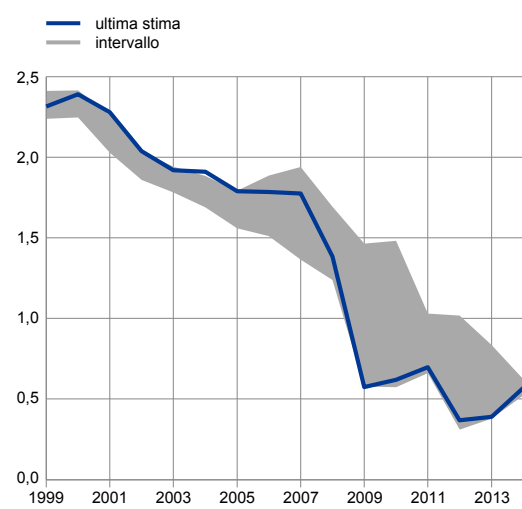
In secondo luogo, la crisi ha altresì condotto a un incremento dei tassi di disoccupazione strutturale a breve e medio termine, indicato dall'aumento della disoccupazione a lungo termine e da un maggiore disallineamento tra le qualifiche richieste e quelle offerte. Il tasso di disoccupazione dei lavoratori scarsamente qualificati è cresciuto più di quello dei lavoratori altamente qualificati, in larga misura per via del fatto che la crisi ha innescato una riallocazione settoriale in molte economie dell'area dell'euro, in particolare un allontanamento dal settore delle costruzioni. Dal momento che può essere difficile per un lavoratore scarsamente qualificato

licenziato in un settore trovare lavoro in altri settori, e considerata la progressiva erosione del capitale umano con il perdurare dello stato di disoccupazione, i tassi di disoccupazione strutturale possono permanere elevati per un periodo di tempo prolungato.

### Figura C

#### Intervallo delle stime del prodotto potenziale elaborate dal 2008

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.  
 Note: la gamma di esercizi previsti va dalle proiezioni di autunno del 2008 a quelle dello stesso periodo del 2014. L'ultima stima è relativa alle proiezioni dell'inverno 2015.

La crisi ha influito inoltre sull'incertezza relativa alle stime e alle proiezioni del prodotto potenziale, rendendo più complessa la misurazione della capacità produttiva inutilizzata nell'economia. Sin dal 2008 sono state apportate notevoli revisioni al ribasso alle stime sulla crescita potenziale da parte di istituzioni internazionali e anche della Commissione europea (cfr. figura C). È altresì verosimile che la crescita potenziale sia stata sopravvalutata prima della crisi, poiché gli ampi squilibri macroeconomici nel periodo pre-crisi hanno dimostrato ex post che la crescita non era sostenibile in molti paesi dell'area.

### Prospettive a lungo termine

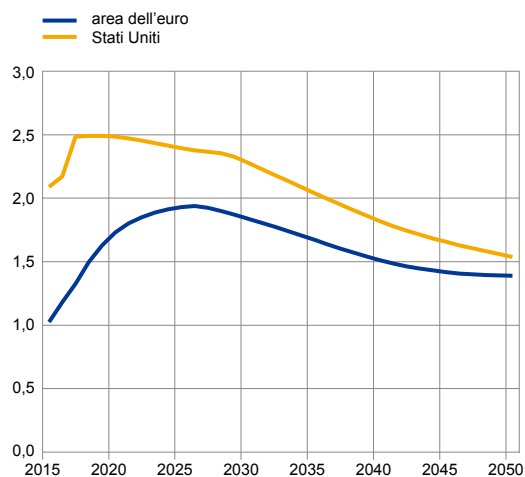
Nel medio termine ci si attende che gli effetti della crisi svaniscano e che la crescita nell'area dell'euro converga verso il suo potenziale di lungo periodo, che potrebbe essere sostenuto anche dal Piano di investimenti per l'Europa annunciato nel 2014. In base alle proiezioni a lungo termine elaborate dall'OCSE, la crescita potenziale negli Stati Uniti accelererebbe al 2,5 per cento nel medio periodo, mentre la crescita potenziale nell'area dell'euro si attesterebbe su un livello inferiore, seppure in aumento. Dopo il 2025, la crescita in entrambe le regioni dovrebbe ridursi progressivamente, fino all'1,5 per cento circa entro il 2050 (cfr. figura D). Questa proiezione per l'area dell'euro è forse ottimistica poiché ipotizza la convergenza della crescita della PTF verso la crescita della PTF in termini storici dei principali paesi OCSE, nonché la convergenza della regolamentazione del mercato dei beni e di quella dell'interscambio commerciale verso la media dell'OCSE. In altre parole, le proiezioni ipotizzano che le riforme strutturali saranno pienamente attuate.

Nell'area dell'euro il fattore principale che probabilmente inciderà sulla crescita potenziale nel lungo periodo è l'evoluzione demografica. Sebbene l'aumento dei tassi di fecondità e la

## Figura D

### Proiezioni del potenziale di crescita a lungo termine per l'area dell'euro e per gli Stati Uniti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

speranza di vita, oltre all'immigrazione verso l'area dell'euro, dovrebbero fornire un apporto positivo, le proiezioni indicano che la popolazione dell'area dovrebbe raggiungere il suo valore massimo attorno al 2040 prima di iniziare a scendere con gradualità, poiché è improbabile che l'immigrazione continui a controbilanciare la naturale diminuzione della popolazione. L'occupazione aumenterebbe solo fino al 2020 circa, con i crescenti tassi di occupazione che seguiranno a compensare il calo atteso della popolazione in età lavorativa fino a tale data, dopo di che l'occupazione inizierà a scendere. Queste dinamiche condurrebbero a un incremento significativo del tasso di dipendenza degli anziani (ossia la quota della popolazione di età pari o superiore a 65 anni) da circa il 28 per cento nel 2014 al 50 per cento nel 2050. Pertanto, nel lungo periodo, il fattore lavoro fornirà

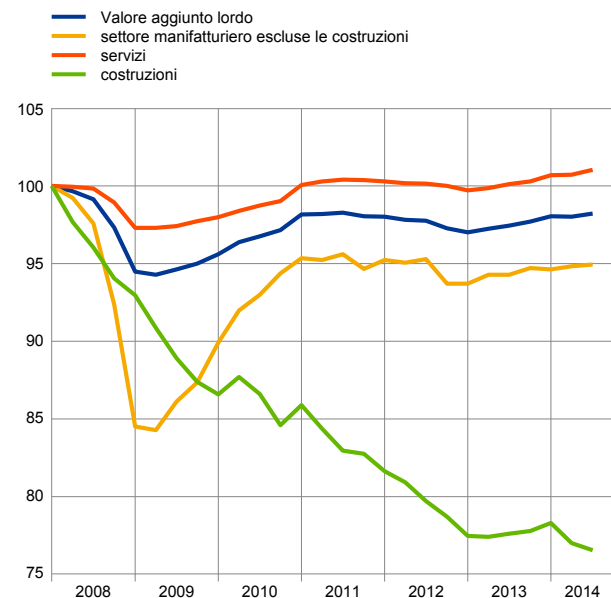
un contributo negativo alla crescita potenziale. Tassi di dipendenza più elevati suggeriscono che l'evoluzione demografica potrebbe altresì influire sull'accumulo di capitale, giacché l'invecchiamento è un fattore che esercita pressione sui sistemi pensionistici e sul finanziamento pubblico e che può portare a un aumento del risparmio a scopo precauzionale e a un calo degli investimenti.

Dato che, nel lungo periodo, l'assenza di offerta di lavoro dovrebbe pesare sulla crescita economica, lo slancio espansivo deve provenire dalla produttività e dalla dinamica di TIC. Come descritto sopra, vi è ampio margine per rafforzare la crescita della PTF nell'area dell'euro. Nei servizi di mercato e in particolare nei servizi di distribuzione esiste un profondo divario in termini di contributo della PTF tra Stati Uniti e area dell'euro, ma anche nell' impulso fornito dal capitale TIC alla crescita settoriale (cfr. figura B). Inoltre, per evitare un periodo prolungato di bassa crescita, l'area dell'euro deve mettersi al passo con le migliori prassi in materia di efficienza economica attraverso il miglioramento delle condizioni per l'innovazione e l'imprenditoria, oltre che delle istituzioni del mercato del lavoro, e attraverso un alleggerimento della regolamentazione.

Gli scambi netti con l'estero hanno probabilmente contribuito in maniera grossomodo nulla alla crescita nel 2014 dato che le esportazioni e le importazioni hanno evidenziato tassi di crescita simili, entrambi superiori a quelli del 2013. L'anno è iniziato con una relativa debolezza delle esportazioni nel primo trimestre, un verosimile riflesso di diversi fattori, come il rallentamento dell'espansione economica mondiale, specie in alcuni mercati emergenti, e gli effetti ritardati del peggioramento dell'euro. Le esportazioni hanno recuperato a partire dal secondo trimestre per via della ripresa della crescita mondiale e, da maggio, per il deprezzamento del tasso di cambio dell'euro. Quanto alle importazioni,

**Figura 11****Valore aggiunto reale lordo nell'area dell'euro per attività economica**

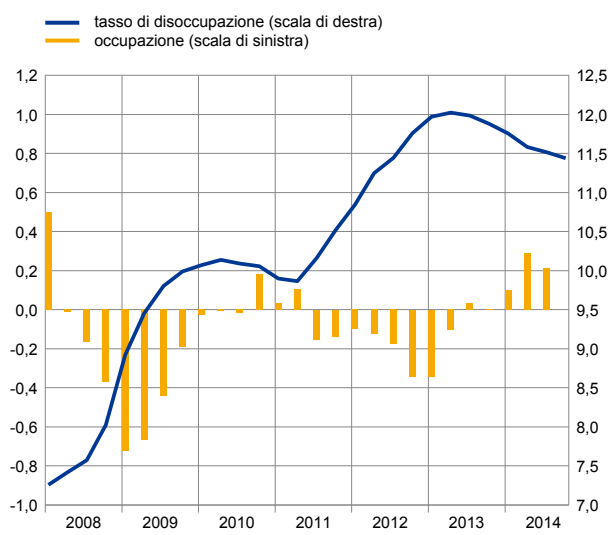
(indice: 1° trim. 2008 = 100)



Fonte: Eurostat.

**Figura 12****Indicatori del mercato del lavoro**

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



Fonte: Eurostat.

esse hanno seguito una traiettoria simile alle esportazioni, segnalando una dinamica relativamente debole all'inizio dell'anno e recuperando con vigore nella seconda metà.

Anche le variazioni nelle scorte avrebbero fornito un apporto per lo più nullo alla crescita del PIL nel 2014, in linea con il lento recupero avvenuto nell'area dell'euro durante l'anno. Tale risultato costituisce un miglioramento rispetto ai due anni precedenti, quando le scorte avevano esercitato un impatto negativo sull'attività complessiva.

La ripresa nel 2014 è stata relativamente generalizzata a livello settoriale. Il valore aggiunto sia nell'industria al netto delle costruzioni sia nei servizi è aumentato dopo due anni di contrazione e di sostanziale stabilità, rispettivamente. Il settore dei servizi ha evidenziato il recupero di maggior rilievo. Durante i primi tre trimestri del 2014 il valore aggiunto in questo settore si è collocato in media leggermente al di sopra del suo livello pre-crisi nel 2008, mentre il valore aggiunto nell'industria al netto delle costruzioni si è mantenuto al di sotto del suo livello precedente la crisi (cfr. figura 11). Al tempo stesso, il valore aggiunto nelle costruzioni ha subito un lieve calo, mostrando così che il settore delle costruzioni è in fase di contrazione da sette anni consecutivi.

## I mercati del lavoro hanno mostrato un ulteriore miglioramento

I mercati del lavoro, che avevano già cominciato a mostrare segni di miglioramento nella seconda metà del 2013, si sono ulteriormente rafforzati nel 2014 (cfr. figura 12). Il numero di occupati, dopo essere sceso dello 0,8 per cento nel 2013, è salito leggermente nel 2014. Di conseguenza, entro il terzo trimestre del 2014 l'occupazione nell'area dell'euro ha raggiunto un livello all'incirca dello 0,6 per cento superiore al suo livello di un anno prima. Questo dato rappresenta il tasso di crescita tendenziale più alto registrato dall'inizio della crisi nel 2008. Recenti evidenze suggeriscono inoltre che la

velocità di creazione di posti di lavoro in rapporto all'intensità della crescita del prodotto è in qualche misura aumentata dall'avvio della crisi nel 2008, seppure con nette differenze tra paesi. Mentre parte della maggiore creazione di impieghi in risposta alla crescita del prodotto è attribuibile a fattori ciclici, questo andamento positivo potrebbe altresì riflettere l'impatto delle riforme strutturali nei mercati del lavoro, che sono state di portata particolarmente ampia in alcuni paesi dell'area.

L'aumento dell'occupazione ha rispecchiato i miglioramenti nel settore dei servizi, mentre il numero di occupati nell'industria al netto delle costruzioni è rimasto generalmente stabile in confronto al 2013. Al contempo, l'occupazione nelle costruzioni ha continuato a contrarsi su base annua, sebbene con un tasso in diminuzione. A differenza del 2013, il numero totale di ore lavorate ha mostrato un incremento di poco superiore rispetto a quello del numero di occupati nel 2014.

Dato che l'aumento della crescita occupazionale è stato in una certa misura inferiore all'aumento della crescita del prodotto, l'espansione della produttività per occupato è stata in media dello 0,5 per cento circa nell'arco dei primi tre trimestri del 2014, in confronto ad un incremento annuo dello 0,3 per cento nel 2013. Il rafforzamento della produttività, benché sia stato generalizzato tra settori, è in gran parte riconducibile agli andamenti nel settore delle costruzioni.

Il tasso di disoccupazione è sceso ulteriormente nel 2014, nonostante tale flessione si sia in qualche modo ridotta nel corso dell'anno. Il calo della disoccupazione dalla prima metà del 2013 è stato diffuso tra i generi e le diverse fasce di età. Per l'insieme del 2014, il tasso medio di disoccupazione si è posizionato all'11,6 per cento, contro un tasso medio del 12,0 per cento nel 2013.

## 1.4 Andamenti dei prezzi e dei costi

Per tutto il 2014 l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC ha mantenuto un andamento flettente nell'area dell'euro, risentendo principalmente degli andamenti dei prezzi del petrolio e dei generi alimentari. Il contributo delle componenti dei servizi e dei beni industriali non energetici è stato più stabile seppur modesto, riflettendo anche il contenimento delle spinte inflazionistiche generate all'interno.

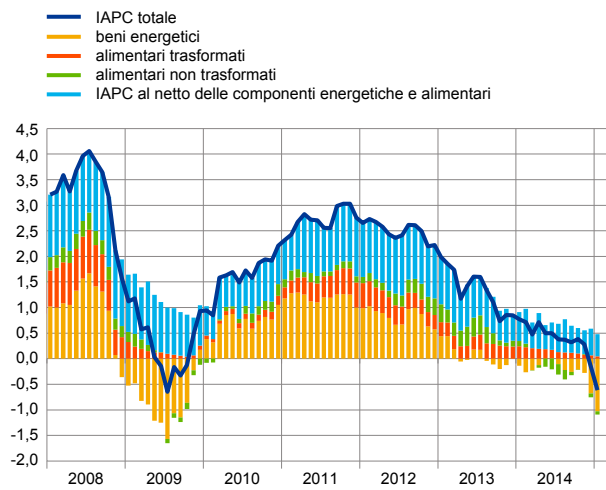
### L'inflazione generale è scesa ulteriormente nel 2014, spinta soprattutto dai prezzi del petrolio

Nel 2014 l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC si è collocata in media allo 0,4 per cento, in calo dall'1,4 nel 2013 e dal 2,5 nel 2012. Questo rallentamento è stato superiore a quanto atteso alla fine del 2013 ed è attribuibile principalmente a fattori mondiali come i ribassi dei corsi delle materie prime, interessando in particolare l'inflazione dei beni energetici e alimentari. L'inflazione di fondo, misurata dallo IAPC al netto di energia e beni alimentari, è rimasta sostanzialmente invariata

**Figura 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.

nel 2014, ma su livelli contenuti, in linea con la debolezza della domanda nell'area dell'euro durante il periodo considerato.

Analizzando più in dettaglio le componenti principali dello IAPC, il calo dell'inflazione complessiva sui dodici mesi dalla fine del 2013 (cfr. figura 13) è ascrivibile in ampia misura alla componente energetica (circa il 70 per cento). L'inflazione dei beni energetici è stata negativa in quasi tutti i mesi del 2014, soprattutto per effetto degli andamenti delle quotazioni petrolifere in euro (cfr. anche il riquadro 3). Dopo il picco raggiunto a metà giugno, il prezzo del greggio in euro è precipitato di circa il 40 per cento a fine anno, dal momento che il deprezzamento del tasso di cambio euro/dollaro ha compensato solo in parte il brusco calo dei corsi petroliferi in dollari. Le spinte al ribasso sui prezzi dei beni energetici sono state acuite anche dalla flessione dei prezzi del gas nel 2014.

**Riquadro 3**

**L'impatto delle quotazioni petrolifere sull'inflazione nell'area dell'euro**

L'evoluzione dei prezzi del greggio nel 2014 ha influenzato l'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro attraverso canali sia diretti sia indiretti. Gli effetti diretti dei corsi petroliferi possono essere valutati in base al contributo dei prezzi dell'energia all'inflazione complessiva (cfr. figura A). I prezzi al consumo dei beni energetici, e in particolare quelli dei carburanti per trasporto e riscaldamento, di solito rispondono alle quotazioni in euro del petrolio con un brevissimo ritardo di alcune settimane e la trasmissione è più o meno integrale.

A tale riguardo, l'origine della variazione dei corsi petroliferi, che sia indotta dal lato della domanda o dell'offerta, o generata dalla dinamica dei prezzi in dollari del greggio o del tasso di cambio euro/dollaro, di solito non è rilevante. Il deprezzamento dell'euro dal maggio 2014 ha compensato solo in parte gli effetti disinflazionistici del calo delle quotazioni petrolifere in dollari nella seconda parte del 2014 (specie nell'ultimo trimestre dell'anno).

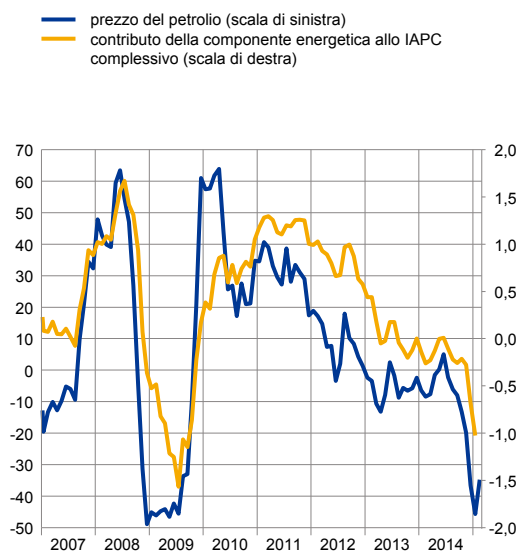
Allo stesso tempo, l'elasticità dei prezzi al consumo dell'energia rispetto a quelli del greggio dipende dal livello delle quotazioni petrolifere. Il motivo è la presenza di accise (fisse) solitamente elevate nei prezzi al litro dei carburanti (cfr. la figura B come esempio dei prezzi della benzina). Ciò comporta, oltre a una sostanziale stabilità dei margini di raffinazione e distribuzione, che una data variazione percentuale dei corsi petroliferi in euro innesca una variazione percentuale minore dei prezzi al consumo dell'energia quando le quotazioni petrolifere sono su livelli contenuti piuttosto che elevati. Anche se aggiornata con notevole ritardo, la quota di beni energetici nel paniere dello IAPC aumenta quando i corsi petroliferi sono elevati, dato che la domanda di prodotti energetici tende a essere inelastica; ciò, a sua volta, accresce l'elasticità dello IAPC rispetto alle quotazioni petrolifere.

Gli effetti indiretti dei minori corsi del petrolio sui prezzi al consumo operano attraverso i costi. Ciò è piuttosto evidente nei servizi di trasporto a elevata intensità energetica, ma vale anche per la produzione di diversi altri beni e servizi. Nell'area dell'euro i

**Figura A**

**Prezzo del petrolio in euro e contributo della componente energetica allo IAPC complessivo**

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

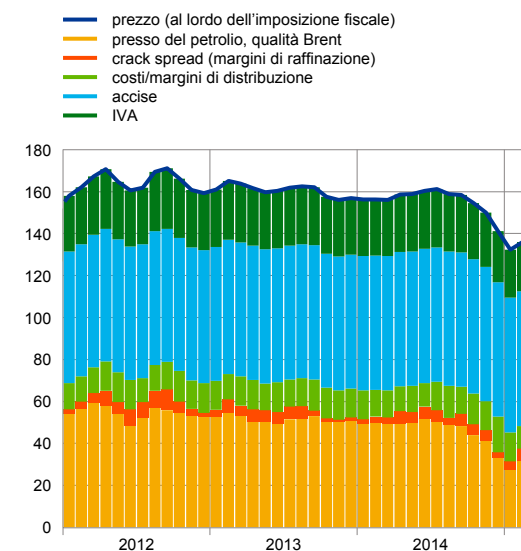


Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

**Figura B**

**Scomposizione dei prezzi al consumo del petrolio**

(centesimi di euro per litro)



Fonti: Bloomberg, Thomson Reuters, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

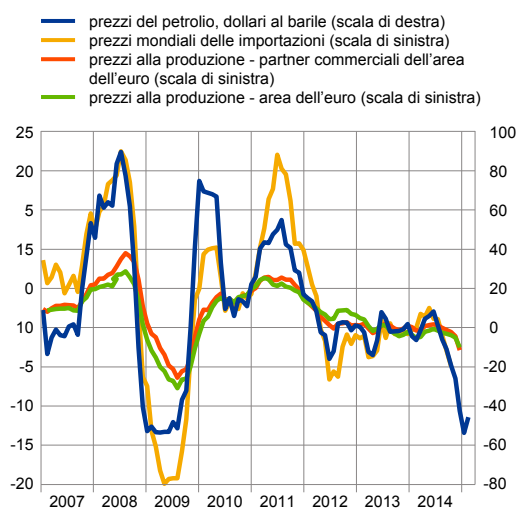
prezzi alla produzione per le vendite interne tendono a rispondere agli andamenti delle quotazioni petrolifere con un certo ritardo (cfr. figura C). Nel complesso, la risposta dipende dall'aggiustamento di altri costi e/o dalla variazione dei margini di profitto dei produttori. I prezzi

stabiliti dai produttori nell'area dell'euro e quelli praticati dai produttori nei paesi partner commerciali (espressi nelle rispettive valute nazionali) sono strettamente correlati, segno che sono influenzati da fattori mondiali comuni.

**Figura C**

**Prezzi del petrolio, prezzi delle importazioni e prezzi alla produzione**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Thomson Reuters, FMI, Eurostat ed elaborazioni della BCE. Note: i prezzi alla produzione si riferiscono al settore manifatturiero. Il termine 'partner commerciali dell'area dell'euro' si riferisce ai seguenti paesi: Australia, Bulgaria, Canada, Cina, Corea del Sud, Croazia, Danimarca, Hong Kong, Giappone, Norvegia, Polonia, Regno Unito, Repubblica Ceca, Romania, Singapore, Svezia, Svizzera, Stati Uniti e Ungheria.

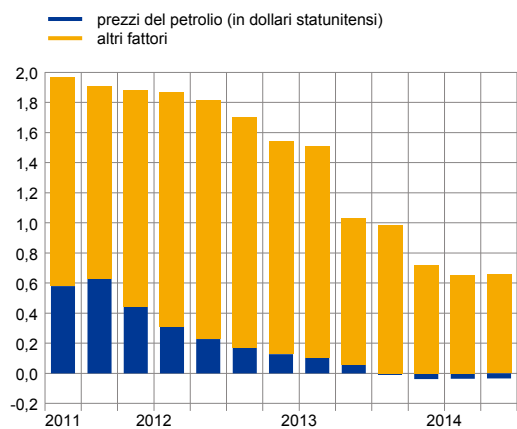
Anche i beni e i servizi inclusi nel paniere dello IAPC possono essere importati. È probabile che il calo dei corsi petroliferi influenzi anche i prezzi alla produzione nei paesi partner commerciali dell'area dell'euro e di conseguenza i prezzi dei beni importati inclusi nello IAPC dell'area.

Quantificare gli effetti indiretti comporta un elevato grado di incertezza. La figura D mostra l'effetto indiretto stimato dell'andamento dei corsi petroliferi sui prezzi al consumo nell'area dell'euro al netto dell'energia dopo l'ultimo picco di inflazione nel quarto trimestre del 2011. Esaminando il periodo nel suo complesso, l'andamento al ribasso dell'inflazione armonizzata al netto dell'energia

**Figura D**

**Effetto stimato dei prezzi del greggio sull'inflazione misurata sullo IAPC al netto dell'energia**

(contributi alla variazione sui dodici mesi in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

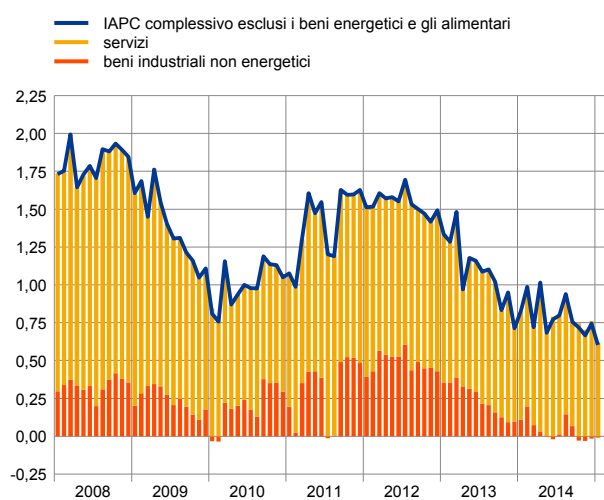
riflette soprattutto il fatto che il precedente impatto al rialzo dei prezzi del greggio si è esaurito e che nel 2014 l'impatto è divenuto negativo. Le stime degli effetti indiretti riportate caratterizzano le risposte medie lungo il ciclo economico. L'effettiva trasmissione in ciascun momento è correlata alle scelte delle aziende e alla loro capacità di correggere i margini, che è influenzata dall'elasticità della domanda, dal grado di competitività e dall'elasticità di altri costi. Inoltre, la trasmissione dipende dalla durata delle oscillazioni dei corsi petroliferi attesa dalle imprese. Nel contesto attuale, caratterizzato dalla debole domanda di consumi e dall'esigenza di modificare i prezzi in alcuni paesi dell'area, è plausibile che le variazioni delle quotazioni petrolifere possano avere un impatto più marcato rispetto ad altre situazioni.

Nel complesso, nel 2014 l'andamento dei corsi petroliferi ha frenato l'inflazione armonizzata nell'area dell'euro, soprattutto attraverso gli effetti diretti sui prezzi al consumo dell'energia, ma anche tramite effetti indiretti correlati alla riduzione dei costi interni e dei prezzi dei beni importati. È importante che tali andamenti temporanei non influiscano sulle aspettative di inflazione a lungo termine e non abbiano un impatto più duraturo sulle scelte di determinazione di salari e prezzi, che potrebbero avere un impatto più persistente sull'inflazione attraverso effetti di secondo impatto.

**Figura 14**

**Inflazione sullo IAPC al netto dei beni energetici e degli alimentari e contributi per componente**

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

La componente dei prodotti alimentari ha offerto anch'essa un contributo sostanziale al calo dell'inflazione complessiva nel 2014, principalmente per effetto delle condizioni meteorologiche più favorevoli rispetto al 2013. Il divieto introdotto dalla Russia di importare alcuni prodotti alimentari avrebbe avuto effetti limitati, dato che eventuali pressioni al ribasso sono state compensate dalla normalizzazione dei prezzi dopo gli shock positivi dal lato dell'offerta connessi alle condizioni meteorologiche all'inizio dell'anno.

Le restanti due componenti dello IAPC, ossia i beni industriali non energetici e i servizi, riflettono più probabilmente l'andamento della domanda interna. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e beni alimentari si è attestata su livelli bassi ma sostanzialmente stabili nel 2014, collocandosi in media allo 0,8 per cento (cfr. figura 14). Tale andamento ha rispecchiato la domanda di consumi relativamente

debole, il ridotto potere delle imprese nel determinare i prezzi, la dinamica salariale modesta in diversi paesi dell'area, gli effetti ritardati del precedente apprezzamento dell'euro e quelli indiretti collegati alla trasmissione dei ribassi delle materie prime e dei beni energetici.

L'inflazione dei beni industriali non energetici ha mantenuto una traiettoria discendente, iniziata a metà del 2012, ed è scesa fino a livelli prossimi ai suoi minimi storici. Questa tendenza ha riguardato la generalità dei paesi dell'area dell'euro e delle categorie di beni. Nel 2014 i tassi di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni durevoli, semidurevoli e non durevoli sono scesi ulteriormente, rispecchiando la modesta domanda interna, ma anche fattori esterni come il contenimento dei

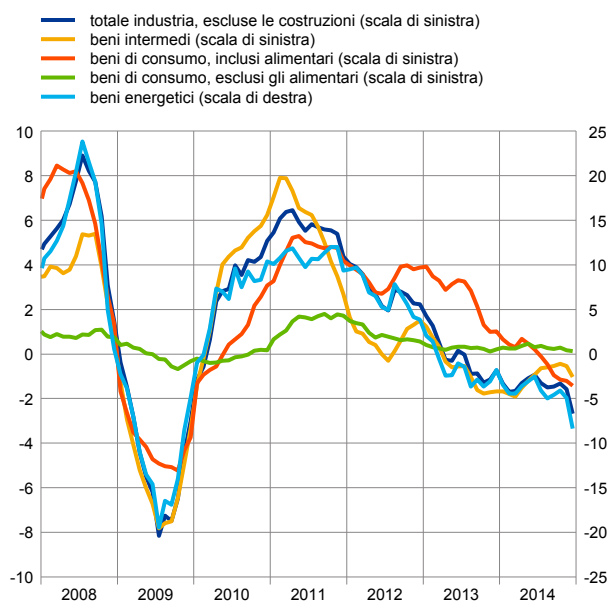
corsi delle materie prime e il passato apprezzamento dell'euro, che ha un impatto sui prezzi all'importazione. Su un orizzonte temporale di più lungo periodo, l'inflazione dei beni industriali non energetici è stata frenata dalla rapida diminuzione dei prezzi dei prodotti ad alto contenuto tecnologico, che sono oggetto di una forte concorrenza tra esercenti a livello sia nazionale sia internazionale.

Le spinte inflazionistiche sui beni industriali non energetici sono rimaste modeste per tutto il 2014, rispecchiando la debolezza dei prezzi delle materie prime energetiche e non energetiche, nonché la flessione della domanda. L'inflazione alla produzione dei beni di consumo non alimentari, che ha un impatto significativo sui prezzi dei beni industriali non energetici, è rimasta contenuta, oscillando su livelli appena sopra lo zero per tutto l'anno. I prezzi alla produzione dei beni intermedi, nonché i corsi in euro del greggio e di altre materie prime, suggeriscono che le pressioni sono state modeste anche ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi (cfr. figura 15).

**Figura 15**

### Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

L'inflazione nel settore dei servizi ha toccato il punto minimo nel 2014, in linea con la debole ripresa nell'area dell'euro, rimanendo su un livello basso specialmente nei paesi soggetti a tensioni di mercato. Le voci della componente dei servizi dello IAPC tendono a essere prodotte internamente, per cui i prezzi dei servizi sono legati più strettamente agli andamenti della domanda interna e del costo del lavoro.

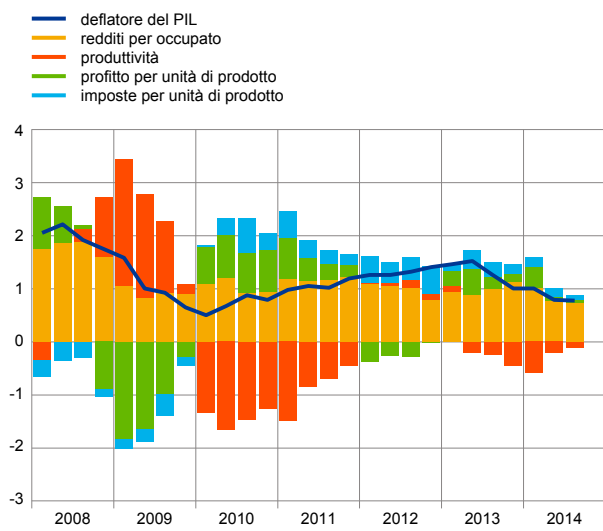
### Le pressioni interne sui prezzi sono rimaste contenute

Le spinte inflazionistiche interne originate dal costo del lavoro sono diminuite ulteriormente nei primi tre trimestri del 2014, in linea con la perdurante debolezza dei mercati del lavoro (cfr. figura 16). Il profilo della dinamica salariale nell'area

**Figura 16**

**Scomposizione del deflatore del PIL**

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

dell'euro ha celato ancora divergenze sostanziali tra i vari paesi. L'indebolimento della dinamica salariale è ascrivibile soprattutto alla significativa moderazione dei salari nei paesi soggetti a tensioni di mercato, riflettendo la debole attività economica e l'impatto delle riforme volte ad accrescere la flessibilità di prezzi e salari e stimolare la competitività.

Nel terzo trimestre del 2014 la crescita dei redditi per occupato è diminuita a poco più dell'1 per cento nel complesso dell'area dell'euro. Per contro, nello stesso periodo la dinamica tendenziale delle retribuzioni contrattuali è aumentata lievemente, suggerendo un quadro di slittamento salariale negativo nell'area dell'euro. Il tasso di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto si è mantenuto basso su valori intorno all'1 per cento e il lieve incremento verso la fine dell'anno ha rispecchiato la minore crescita della produttività che ha più che compensato la moderazione della dinamica salariale.

Nel 2014 anche le pressioni interne dal lato dei costi connesse all'andamento dei profitti sono rimaste contenute. La ripresa dei profitti (misurati come avanzo operativo lordo) è continuata nei primi tre trimestri, ma rallentando nel corso dell'anno. I profitti per unità di prodotto hanno contribuito solo in piccola parte all'incremento del deflatore del PIL nel 2014.

Le attese di inflazione basate sulle indagini e quelle desunte dai mercati finanziari hanno reagito al basso livello di inflazione e al brusco calo delle quotazioni energetiche. L'effetto frenante è stato particolarmente marcato nel caso delle aspettative di inflazione a breve termine, che si sono mosse in parallelo con il calo dell'inflazione complessiva. Peraltro, dalla metà del 2014 anche le aspettative di inflazione a medio-lungo termine hanno iniziato a diminuire, pur collocandosi in prossimità del 2 per cento se desunte dalle indagini congiunturali. In base alla Survey of Professional Forecasters per il quarto trimestre del 2014 le aspettative di inflazione su un orizzonte di cinque anni si sono situate all'1,8 per cento, mentre secondo l'indagine di ottobre di *Consensus Economics* le attese di inflazione a più lungo termine si sono collocate all'1,9 per cento. Gli indicatori finanziari delle aspettative di inflazione hanno evidenziato un calo più marcato: il tasso swap indicizzato a termine sul lungo periodo si è collocato intorno all'1,7 per cento. Questi andamenti potrebbero aver risentito delle variazioni dei premi per il rischio di inflazione.

## 1.5 Gli andamenti monetari e creditizi

In un contesto di tassi di interesse molto bassi sono due gli andamenti che, in particolare, hanno caratterizzato il 2014: il recupero della crescita monetaria, pur rimasta debole, e, per contro, la contrazione del credito che ha raggiunto un punto di minimo.

## La crescita monetaria è rimasta debole, ma ha evidenziato crescenti segnali di ripresa

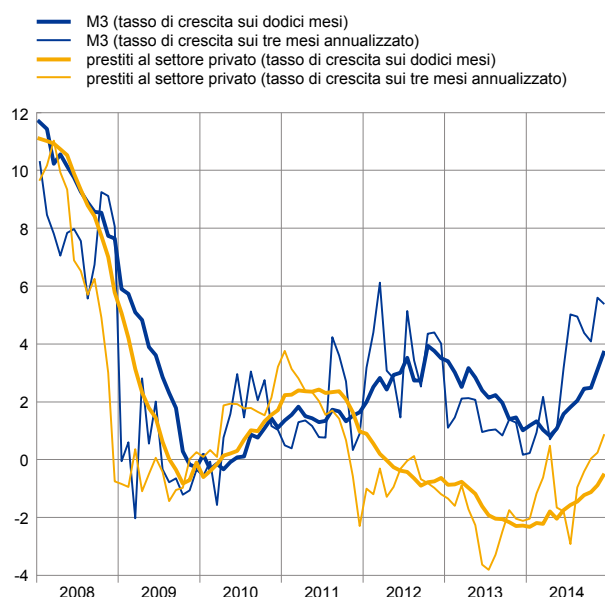
La crescita dell'aggregato monetario ampio M3 è rimasta moderata, ma ha evidenziato una ripresa nel corso del 2014 (cfr. figura 17). A dicembre 2014 la crescita annua di M3 si è collocata al 3,8 per cento, a fronte dell'1,0 per cento di fine 2013. Con riferimento agli aggregati monetari, possono essere distinti due effetti contrapposti: mentre la debole attività economica e la ricerca di rendimento degli investitori hanno limitato le dinamiche monetarie, la continua preferenza per la liquidità in un contesto di bassi tassi di interesse ha favorito la crescita della moneta. Inoltre, i cambiamenti regolamentari che incentivano le banche ad accrescere il ricorso al finanziamento tramite depositi al dettaglio hanno supportato la crescita di M3. Nel complesso, la ripresa della crescita dell'aggregato monetario ampio ha seguito le riduzioni dei tassi di interesse da parte della BCE e l'adozione di ulteriori misure non convenzionali.

## La contrazione del credito in atto ha raggiunto un punto di minimo

Gli andamenti del credito sono rimasti contenuti, ma la contrazione del credito in atto ha raggiunto un punto di minimo nel 2014 e si è osservata una moderata ripresa della crescita dei prestiti, in particolare alle imprese non finanziarie. La variazione sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti dell'area dell'euro ha evidenziato un recupero durante l'anno e una convergenza verso lo zero alla fine del 2014. Il tasso di variazione sui dodici mesi del credito delle IFM è stato pari al -0,1 per cento a dicembre, in aumento dal -2,0 per cento del dicembre 2013. Tale

**Figura 17**  
M3 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

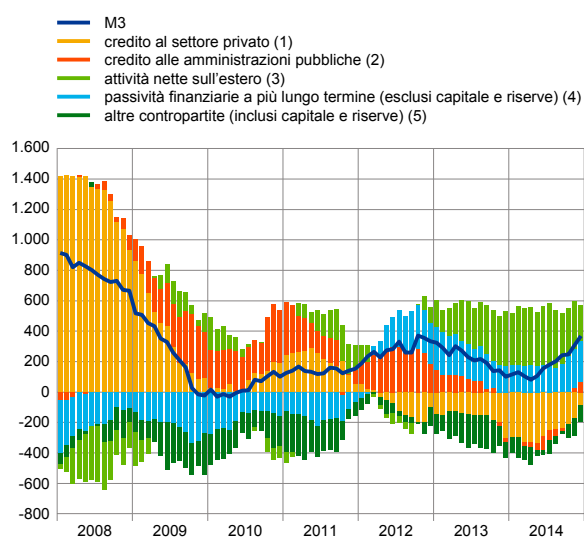
incremento, verificatosi principalmente nella seconda metà dell'anno, ha riflesso soprattutto l'andamento dei prestiti al settore privato (cfr. figura 17) e del credito alle amministrazioni pubbliche. Ciò conferma che una ripresa generalizzata delle dinamiche del credito ha avuto luogo intorno al secondo trimestre del 2014, in particolare per le società non finanziarie. Questa valutazione trova ulteriore supporto nelle indagini sul credito bancario nell'area dell'euro. Queste indicano che, in aggiunta a una domanda di prestiti più sostenuta, fattori legati al costo della raccolta e ai vincoli di bilancio delle banche, unitamente a pressioni competitive, hanno contribuito a un allentamento dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese e di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Mentre la variazione percentuale sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è gradualmente aumentata, il calo dei prestiti alle società non finanziarie si è nettamente attenuato durante l'anno. Questo miglioramento delle dinamiche creditizie è stato significativo in quanto, in aggiunta a criteri relativamente rigidi per l'erogazione del credito, le deboli dinamiche dei prestiti costituivano un freno

alla ripresa nell'area dell'euro, mantenendo la capacità inutilizzata a livelli elevati ed esercitando pressioni al ribasso sulle prospettive di inflazione di medio periodo. Tale evoluzione è stata facilitata dai miglioramenti delle condizioni del mercato finanziario e da una notevole riduzione dei costi del finanziamento bancario, ascrivibile, non da ultimo, alle misure di politica monetaria convenzionali e non convenzionali della BCE.

## Gli investitori internazionali hanno contribuito a determinare l'andamento di M3

**Figura 18**  
Contropartite di M3

(flussi sui dodici mesi; in miliardi di euro; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Note: M3 è riportata come riferimento ( $M3 = 1+2+3-4+5$ ).

Le passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) sono riportate con segno inverso in quanto costituiscono passività del settore delle IFM.

Una valutazione delle contropartite di M3 (cfr. figura 18) mostra che nel 2014 l'andamento dell'aggregato monetario ampio è stato determinato in particolare dalla preferenza degli investitori internazionali per le attività dell'area dell'euro. Inoltre, la riduzione delle passività finanziarie a più lungo termine ha favorito la crescita di M3. Il tasso di variazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) detenute dal settore detentore di moneta è diminuito nel corso dell'anno, attestandosi al -5,5 per cento a dicembre, a fronte del -3,3 per cento di fine 2013. Per quanto riguarda le altre contropartite di M3, le banche dell'area dell'euro hanno continuato a rafforzare le proprie posizioni patrimoniali, in vista, non da ultimo, della valutazione approfondita dei bilanci delle banche significative. Infine, l'accumulazione di attività nette sull'estero da parte delle IFM dell'area dell'euro è rimasta molto favorevole alla crescita di M3. Nei 12 mesi sino alla fine di luglio 2014, le attività nette sull'estero delle IFM dell'area sono aumentate di un ammontare record pari a 412 miliardi di euro, di riflesso agli avanzi di conto corrente e a un interesse generalmente elevato degli investitori internazionali per

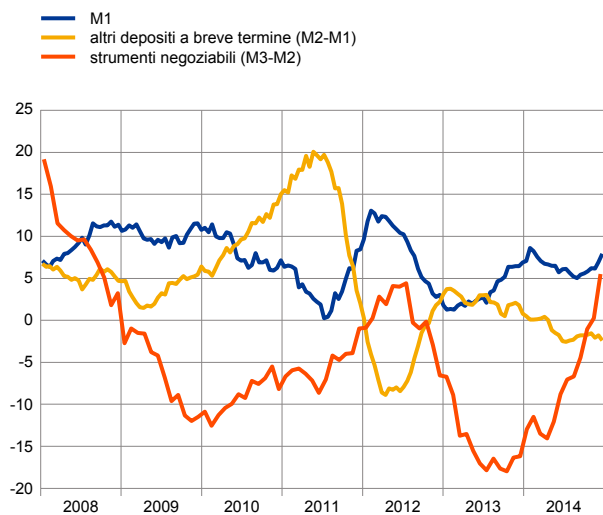
l'acquisto di titoli dell'area dell'euro. Il loro contributo è diminuito nel resto dell'anno, in quanto la preferenza degli investitori per l'investimento in titoli dell'area si è ridotta.

## L'impatto dei tassi di interesse molto bassi

Per quanto riguarda le principali componenti di M3, il livello molto basso dei tassi ufficiali della BCE e dei tassi di interesse del mercato monetario ha favorito la crescita sostenuta, sui dodici mesi, dell'aggregato monetario ristretto (M1), che si è collocata al 7,9 per cento a dicembre 2014, a fronte del 5,7 per cento del dicembre 2013 (cfr. figura 19). La preferenza del settore detentore di moneta per le attività più liquide, in particolare i depositi overnight, evidenzia una continua accumulazione di riserve di liquidità nel 2014. M1 ha beneficiato dell'elevata crescita dei depositi overnight detenuti sia dalle famiglie sia dalle imprese non finanziarie. La remunerazione bassa e in calo delle attività monetarie meno liquide (cfr. figura 20)

**Figura 19****Principali componenti di M3**

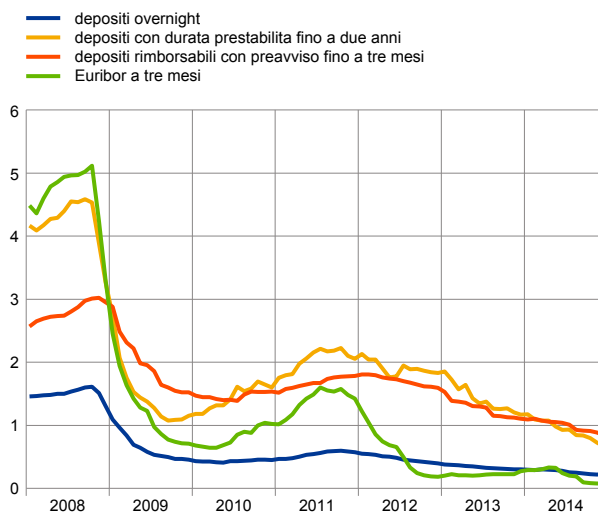
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

**Figura 20****Tassi di interesse delle IFM sui depositi a breve termine ed Euribor a tre mesi**

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

ha contribuito alla perdurante contrazione dei depositi a breve termine diversi da quelli overnight (ossia M2 meno M1), il cui ritmo ha iniziato a rallentare nel maggio del 2014. La ripresa è stata principalmente visibile nei depositi a breve termine. Il ritmo di flessione degli strumenti negoziabili (ossia M3 meno M2), che hanno un'incidenza relativamente modesta in M3, è parimenti diminuito significativamente, in particolare da giugno 2014, e i tassi di crescita sui dodici mesi sono divenuti positivi nel dicembre 2014. Sebbene le posizioni in titoli di debito a breve termine emessi dalle IFM abbiano continuato a ridursi a un ritmo sostenuto, la variazione percentuale sui dodici mesi delle operazioni di pronti contro termine e delle quote/azioni di fondi monetari è divenuta positiva alla fine del 2014.

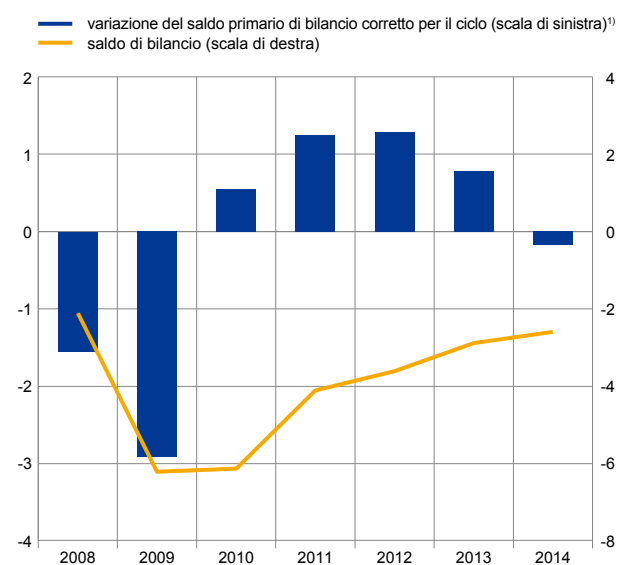
**1.6****Politiche di bilancio e riforme strutturali**

Il risanamento delle finanze pubbliche ha subito un rallentamento nel 2014, in parte per via dei progressi conseguiti negli anni passati. Per assicurare la sostenibilità dei conti pubblici occorre un ulteriore sforzo di bilancio nella maggioranza dei paesi dell'area dell'euro, in linea con il quadro rafforzato per la governance delle finanze pubbliche. Considerata la debolezza della ripresa economica e del potenziale di crescita a lungo termine, è particolarmente importante che il risanamento di bilancio sia perseguito in modo differenziato e favorevole alla crescita e che le riforme strutturali siano portate avanti con determinazione. Come sottolineato dalla BCE in numerose occasioni nel corso del 2014, il quadro per la governance di bilancio fornisce flessibilità sufficiente a tener conto dei costi a breve termine a carico delle finanze pubbliche riconducibili a importanti riforme strutturali. Tuttavia, i progressi compiuti sul piano delle riforme strutturali hanno perso slancio durante gli ultimi

due anni; questa desta preoccupazione poiché le riforme strutturali volte a favorire la crescita sono essenziali per dare impulso alla produttività, all'occupazione e, di conseguenza, alla crescita potenziale nell'area dell'euro.

**Figura 21**  
Saldo di bilancio e politiche di bilancio

(in percentuale del PIL)

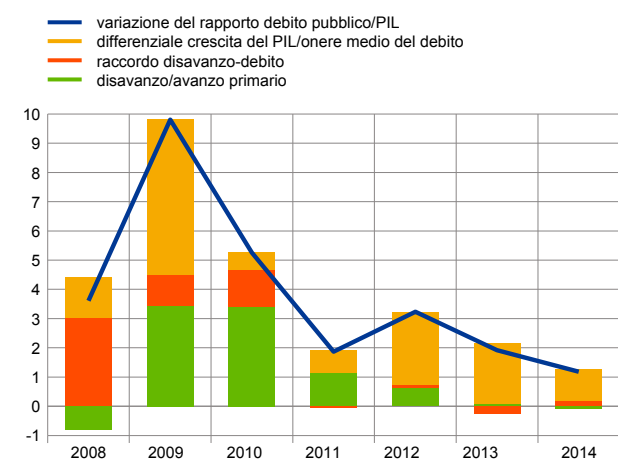


Fonti: Eurostat e proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di dicembre 2014.

1) Variazione del saldo primario di bilancio corretto per il ciclo, al netto dell'impatto dell'assistenza pubblica a favore del settore finanziario.

**Figura 22**  
Principali determinanti degli andamenti del debito pubblico

(in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat e proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di dicembre 2014.

## Il risanamento delle finanze pubbliche ha subito un rallentamento nel 2014

Nonostante il risanamento dei conti pubblici sia proseguito nell'area dell'euro nel corso del 2014, la sua dinamica ha evidenziato un notevole rallentamento in parte dovuto ai progressi conseguiti negli anni passati (cfr. figura 21). Le proiezioni macroeconomiche di dicembre 2014 elaborate dagli esperti dell'Eurosistema hanno indicato un calo del disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro dal 2,9 per cento del PIL nel 2013 al 2,6 per cento del PIL nel 2014<sup>3</sup>. Questo dato è risultato coerente con le previsioni economiche dell'inverno 2015 pubblicate dalla Commissione europea. La riduzione del disavanzo nel 2014 è per lo più riconducibile al miglioramento del ciclo, che rispecchia in particolare un maggior gettito dalle imposte indirette derivante da un aumento dei consumi privati, mentre l'aggiustamento strutturale dei conti pubblici ha subito una battuta d'arresto. Pertanto, l'orientamento delle politiche di bilancio, misurato dalla variazione del saldo primario corretto per il ciclo, è stato sostanzialmente neutro nel 2014.

Il debito delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro ha continuato a salire nel 2014.

Stando alle proiezioni macroeconomiche di dicembre 2014 formulate dagli esperti dell'Eurosistema, il livello di indebitamento ha raggiunto il 92 per cento del PIL nel 2014, in aumento dal 91 per cento nel 2013. Tale incremento riflette l'elevata spesa per interessi e l'impatto espansivo sul debito esercitato dal raccordo disavanzo-debito, largamente connesso al sostegno al settore finanziario. Questi due fattori sono stati solo in parte controbilanciati da un modesto avanzo primario e da una crescita economica più marcata (cfr. figura 22).

Un altro fattore che spiega le variazioni nei dati di bilancio è la transizione al nuovo Sistema europeo dei conti 2010 (SEC 2010). Il suo effetto è stato limitato sul disavanzo ma più pronunciato sui dati relativi al debito.

<sup>3</sup> I dati aggregati dell'area dell'euro riportati in questa sezione comprendono la Lituania.

Per il 2013 il rapporto tra disavanzo pubblico e PIL si è ridotto di 0,2 punti percentuali nell'insieme dell'area dell'euro, mentre il rapporto tra debito pubblico e PIL è diminuito di 1,6 punti percentuali, in ampia misura per via di una revisione al rialzo del PIL al denominatore. Per alcuni paesi dell'area l'effetto della transizione al SEC 2010 è stato più marcato, specie per Irlanda, Lussemburgo e Cipro<sup>4</sup>.

## I progressi nel risanamento delle finanze pubbliche sono stati diversi tra paesi

A livello di paese, i progressi compiuti nel risanamento dei conti pubblici sono risultati evidenti dal numero crescente di paesi in uscita dalla procedura per i disavanzi eccessivi (PDE). Negli ultimi anni, dapprima la Finlandia e in seguito Germania, Italia e Lettonia hanno conseguito una correzione sostenibile dei rispettivi disavanzi eccessivi. Questa tendenza positiva è proseguita nel 2014 con la revoca della PDE per Belgio, Austria e Slovacchia (le cui scadenze per la correzione dei rispettivi disavanzi eccessivi erano fissate al 2013), oltre che per i Paesi Bassi, in anticipo di un anno sulla propria scadenza. Ci si attende, inoltre, che Malta abbia raggiunto la correzione del proprio disavanzo eccessivo entro il termine fissato per il paese al 2014.

## Si rende necessario un ulteriore sforzo di bilancio

Nondimeno, è risultato evidente nel 2014 che in svariati paesi lo sforzo di bilancio è stato insufficiente a garantire l'adempimento degli obblighi previsti dalle PDE. In effetti, sulla base delle previsioni dell'inverno 2015 pubblicate dalla Commissione europea, è emerso che alcuni paesi rischiavano di non conseguire gli obiettivi annuali della rispettiva PDE per il 2014 e per gli anni successivi, nonostante tali obiettivi fossero stati alleggeriti in seguito alle precedenti proroghe della scadenza della procedura per numerosi paesi. Al fine di promuovere l'osservanza dei requisiti del Patto di stabilità e crescita, la Commissione europea ha fatto ricorso nel 2014 ai nuovi poteri a essa conferiti dal quadro rafforzato di governance economica dell'UE<sup>5</sup> e il 5 marzo 2014 ha formulato raccomandazioni autonome a Francia e Slovenia in cui chiedeva di attuare le misure necessarie per correggere i disavanzi eccessivi entro le scadenze del 2015. Il 2 giugno la Commissione ha affermato di ritenere che la Francia avesse risposto in misura sufficiente e la Slovenia in misura parziale alle raccomandazioni autonome.

Inoltre, nelle raccomandazioni specifiche per paese relative ai conti pubblici adottate in luglio 2014 dal Consiglio Ecofin, a gran parte dei paesi dell'area è stato chiesto di rafforzare la propria strategia di bilancio nel 2014 e di assicurare la conformità al Patto di stabilità e crescita nei propri piani di bilancio per il 2015. Alla metà di ottobre 2014 i paesi dell'area dell'euro non soggetti a un programma di assistenza

<sup>4</sup> Cfr. il riquadro *L'impatto del Sistema europeo dei conti 2010 sulle statistiche macroeconomiche per l'area dell'euro*, nel numero di novembre 2014 del Bollettino mensile della BCE.

<sup>5</sup> Articolo 11, paragrafo 2, del Regolamento (UE) n. 473/2013 (two-pack).

finanziaria dell'UE/FMI hanno presentato i loro progetti di documenti programmatici di bilancio. Nei pareri che ha pubblicato il 28 novembre, la Commissione ha stabilito che i progetti di sette paesi ponevano un rischio di non conformità al Patto di stabilità e crescita. Questo gruppo comprende Francia, Spagna, Malta e Portogallo, che sono ancora soggetti a una PDE, e Italia, Belgio e Austria, che sono usciti dalle rispettive PDE nel 2012 o negli anni successivi. Per Belgio, Francia e Italia la Commissione ha annunciato, all'inizio del 2015, valutazioni dettagliate sul seguito dato<sup>6</sup>. Solo cinque piani di bilancio sono stati considerati conformi e quattro piani di bilancio pienamente conformi al Patto. Nelle sue valutazioni successive pubblicate il 27 febbraio 2015, tuttavia, la Commissione ha deciso di non procedere allo stadio successivo della PDE per la Francia e ha concluso che per Italia e Belgio è stata riscontrata la conformità ai requisiti del braccio preventivo e alla regola del debito<sup>7</sup>.

## Occorre che il risanamento delle finanze pubbliche favorisca la crescita

Dato il ritmo contenuto della ripresa economica nel 2014, è molto importante sostenere la ripresa attraverso un aggiustamento dei conti pubblici che favorisca la crescita, un aspetto rilevante soprattutto per quei paesi che non hanno margine di manovra e devono aumentare il loro sforzo di bilancio. A tale scopo, ridurre la spesa improduttiva può liberare risorse utili a preservare quella produttiva. Gli interventi di riforma dal lato delle entrate dovrebbero essere tesi principalmente a fronteggiare l'effetto distorsivo delle imposte e dell'evasione fiscale; un intervento essenziale in questo senso è la riduzione dell'elevato cuneo fiscale in alcuni paesi. A questo proposito, l'Eurogruppo in settembre 2014 ha convenuto una serie di principi guida comuni per le future riforme tributarie<sup>8</sup>.

## Il Patto di stabilità e crescita fornisce sufficiente flessibilità

Come ha confermato anche il Consiglio europeo in occasione della sua riunione di giugno 2014, le regole vigenti del Patto di stabilità e crescita offrono una flessibilità sufficiente a tener conto di andamenti economici sfavorevoli e dei costi a breve termine a carico delle finanze pubbliche riconducibili a importanti riforme strutturali, ad esempio la riforma del sistema pensionistico. Il 13 gennaio 2015 la Commissione europea ha pubblicato una [comunicazione](#) che chiarisce ed estende la flessibilità di applicazione delle regole del Patto in tre aree principali, più precisamente il trattamento delle riforme strutturali, gli investimenti e le condizioni cicliche<sup>9</sup>. La flessibilità disponibile nell'ambito del Patto deve essere esercitata con prudenza, come ha sottolineato la BCE in diverse occasioni (cfr. riquadro 4)<sup>10</sup>.

<sup>6</sup> Per maggiori informazioni, cfr. i [pareri della Commissione](#) pubblicati il 28 novembre 2014.

<sup>7</sup> Cfr. le [relazioni della Commissione](#) diffuse il 27 febbraio 2015.

<sup>8</sup> Cfr. la [dichiarazione dell'Eurogruppo](#) divulgata il 12 settembre 2014.

<sup>9</sup> Per una valutazione, cfr. il riquadro *Flessibilità nell'ambito del Patto di stabilità e crescita*, nel numero 1/2015 del Bollettino economico della BCE.

<sup>10</sup> Cfr., ad esempio, "[Recovery and reform in the euro area](#)", intervento pronunciato da Mario Draghi presso la Brookings Institution il 9 ottobre 2014.

#### Riquadro 4

Le modifiche al quadro di riferimento per la governance macroeconomica e di bilancio

---

In risposta alla crisi economica e finanziaria, il quadro di riferimento dell'UE per la governance economica è stato rafforzato nel 2011 e nel 2013 al fine di favorire il ripristino della fiducia nelle finanze pubbliche mediante il pacchetto di sei atti legislativi (six-pack), quello dei due regolamenti (two-pack) e il patto di bilancio (fiscal compact). In novembre 2014 la Commissione europea ha valutato l'efficacia delle modifiche apportate ad alcune parti del quadro di governance. La valutazione, per lo più in retrospettiva, ha riscontrato che nel complesso le procedure sono state svolte correttamente.

In linea generale, il nuovo quadro di governance si è dimostrato di grande rilevanza poiché ha consentito di intensificare gli sforzi dei paesi per il risanamento dei conti pubblici, di individuare meglio gli squilibri macroeconomici e di fornire raccomandazioni specifiche per paese. Nonostante ciò, come ha evidenziato la Commissione europea nella sua valutazione, l'attuazione del quadro deve essere rafforzata dato che gli interventi di risanamento permangono disomogenei tra gli Stati membri e l'individuazione di squilibri macroeconomici non ha condotto a un uso adeguato degli strumenti di correzione forniti dalla procedura per gli squilibri macroeconomici. Inoltre, l'applicazione delle raccomandazioni specifiche per paese resta insoddisfacente.

Per quanto concerne le politiche di bilancio, la valutazione della Commissione ha confermato che il Patto di stabilità e crescita ha rappresentato un'ancora di fiducia e il quadro rafforzato per la governance delle finanze pubbliche, incentrato sul mantenimento di conti pubblici sostenibili, ha fornito una solida guida per la conduzione delle politiche di bilancio da parte degli Stati membri. È essenziale che le regole del Patto siano applicate con coerenza allo scopo di preservare la credibilità del nuovo quadro di governance ed evitare il riemergere di squilibri di bilancio. A tale riguardo, ci si attende che gli uffici di bilancio nazionali istituiti da numerosi paesi negli ultimi anni e il recepimento del fiscal compact nella legislazione nazionale svolgano un ruolo determinante, contribuendo possibilmente a conseguire una disciplina di bilancio più rigorosa e una crescente assimilazione a livello nazionale delle regole di bilancio dell'UE (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *Gli uffici di bilancio nei paesi dell'UE*, nel numero di giugno 2014 del *Bollettino mensile* della BCE).

Quanto agli andamenti macroeconomici e alle strutture economiche, la procedura per gli squilibri macroeconomici è stata un valido strumento per individuare gli squilibri e il loro livello di gravità. È importante che questa procedura sia attuata in modo più uniforme e trasparente, soprattutto facendo pieno ricorso alla procedura per gli squilibri eccessivi qualora questi vengano riscontrati.

La Commissione europea ha indetto una consultazione pubblica per ricevere contributi sul suo riesame di medio termine della strategia Europa 2020. L'Eurosistema, nel suo [contributo](#), ha sottolineato che la strategia Europa 2020 dovrebbe essere incentrata su riforme che producano effetti sulla crescita potenziale e che siano volte alla creazione di nuovi posti di lavoro, ad esempio riforme strutturali nei mercati del lavoro e dei beni e servizi oltre a riforme in grado di incidere sulle condizioni operative generali. Il contributo ha altresì messo in evidenza che il buon esito dell'attuazione di questo programma di riforme è subordinato all'attuazione piena, rigorosa e coerente del quadro rafforzato per la governance economica.

A più lungo termine, e considerato che le riforme strutturali non sono solo nell'interesse di un singolo paese bensì in quello dell'area dell'euro nel suo insieme, la governance dell'UE per le riforme strutturali dovrebbe essere ulteriormente rafforzata per aiutare i paesi ad accrescere competitività, produttività, occupazione e capacità di tenuta all'interno dell'area. In prospettiva, questo potrebbe spostare l'enfasi dal quadro normativo a quello istituzionale e dall'attività di coordinamento a quella decisionale congiunta. La relazione di prossima pubblicazione del presidente della Commissione europea, in stretta collaborazione con il Presidente del Vertice euro, il Presidente dell'Eurogruppo e il Presidente della BCE, in merito ai prossimi passi per una migliore governance economica, sarà un punto di partenza fondamentale per approfondire la riflessione su questi argomenti, come dimostrato dalla nota di analisi elaborata dai quattro presidenti e trasmessa ai capi di Stato o di governo.

---

## I progressi sul piano delle riforme strutturali hanno perso slancio dal 2013

I progressi a livello di riforme strutturali hanno perso slancio nel corso degli ultimi due anni; questo desta preoccupazione poiché le riforme strutturali volte a favorire la crescita sono essenziali per sospingere la produttività, l'occupazione e, di conseguenza, la crescita potenziale nell'area dell'euro. Anche se la necessità di compiere progressi sul piano delle riforme strutturali varia da paese a paese, a seconda del livello di squilibri e vulnerabilità di ciascuno, gran parte dei paesi dell'area dell'euro è ancora caratterizzata da notevoli rigidità nei mercati del lavoro e dei beni e servizi. La spinta riformatrice è stata relativamente forte nel biennio 2011-2013 nei paesi soggetti a programmi di assistenza finanziaria, mentre è stata molto più contenuta in altri paesi, specie nel 2013 dopo la significativa riduzione delle pressioni esercitate dai mercati finanziari nei paesi interessati da tensioni ma non sottoposti a programmi di assistenza. Dalla fine del 2013 i progressi nelle riforme hanno perso ulteriore impulso nella maggioranza dei paesi dell'area, a fronte della conclusione dei programmi di assistenza, dell'andamento favorevole dei mercati finanziari, della faticosa azione riformatrice e delle considerazioni sul ciclo elettorale (cfr. riquadro 4). Nonostante varie politiche e misure vadano nella giusta direzione, nei paesi dell'area l'attuazione delle riforme è stata sostanzialmente insufficiente; in taluni casi, le misure si sono addirittura spinte nella direzione sbagliata e le riforme precedenti hanno subito attenuazioni o inversioni di rotta.

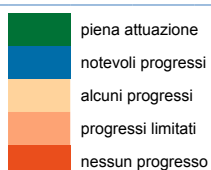
## Raccomandazioni di riforma che non sono state pienamente applicate

Durante il 2014 l'attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese si è confermata piuttosto deludente. Stando alla Commissione europea, solo pochi o limitati progressi sono stati osservati per quanto riguarda le raccomandazioni sulle riforme dirette ai paesi dell'area dell'euro non soggetti a programmi di assistenza (cfr. tavola 1). Nessuno dei paesi dell'area ha pienamente applicato alcuna delle raccomandazioni del 2014. Benché gli sforzi sul piano delle riforme si siano intensificati in certi paesi (in Slovenia, in particolare, sono stati compiuti sostanziali

## Tavola 1

Valutazione della Commissione europea sul grado di attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese emanate nel 2014

Riforme indicate nelle raccomandazioni	BE	DE	EE	ES	FR	IE	IT	LV	LT	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
1	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	notevoli progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi
2	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi
3	notevoli progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	notevoli progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	notevoli progressi	alcuni progressi	alcuni progressi
4	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	nessun progresso	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi
5	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	notevoli progressi	nessun progresso	alcuni progressi	alcuni progressi	notevoli progressi	notevoli progressi	notevoli progressi	alcuni progressi	alcuni progressi
6	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	notevoli progressi	alcuni progressi	alcuni progressi
7	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi
8	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi	alcuni progressi



Fonte: Commissione europea.

Nota: per valutare i progressi compiuti nell'attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese, sono state utilizzate le seguenti categorie. Nessun progresso: lo Stato membro non ha annunciato, né adottato alcuna misura per dare seguito alle raccomandazioni ricevute. Questa categoria si applica anche agli Stati membri che abbiano affidato ad un gruppo di studio il compito di valutare le possibili misure da adottare. Progressi limitati: lo Stato membro ha annunciato alcune misure in risposta alle raccomandazioni ricevute, ma le misure sarebbero insufficienti e/o l'adozione/attuazione a rischio. Alcuni progressi: lo Stato membro ha annunciato e adottato alcune misure per dare attuazione alle raccomandazioni. Le misure sono promettenti, ma non tutte sono state già attuate e l'attuazione non è certa in tutti i casi. Notevoli progressi: lo Stato membro ha adottato i provvedimenti, la maggior parte dei quali sono stati realizzati. Questi provvedimenti rispondono in larga misura alle raccomandazioni indirizzate al paese. Piena attuazione: lo Stato membro ha adottato e attuato misure che rispondono alle raccomandazioni ricevute.

passi avanti in tre su otto delle raccomandazioni), nella maggior parte dei paesi i progressi sono stati piuttosto limitati e non commisurati alle vulnerabilità residue. Portare avanti l'azione di riforma resta una priorità in tutti i paesi. Occorre soprattutto un'azione risoluta nei paesi dell'area dell'euro in cui la Commissione europea nel febbraio 2015 ha segnalato la presenza di squilibri eccessivi (ossia Francia, Italia e Portogallo) e negli altri paesi dell'area oggetto di un monitoraggio specifico nel 2014 da parte della Commissione (ossia Spagna, Irlanda e Slovenia)<sup>11</sup>.

Il significativo attenuarsi degli sforzi volti alle riforme nei paesi dell'area dell'euro è stato confermato dall'OCSE nel suo rapporto *Going for Growth* del 2015. In particolare, si è riscontrato che l'attività di riforma è rimasta debole nei paesi dell'area meno vulnerabili ed è in diminuzione nei paesi dell'area più vulnerabili. La debolezza dei progressi sul piano delle riforme è risultata in netto contrasto con la vasta entità delle sfide e dei problemi di natura strutturale che persistono in gran parte dei paesi dell'area dell'euro. In confronto al 2008, i livelli del debito pubblico e di quello privato, oltre ai tassi di disoccupazione (specie per i disoccupati giovani e per quelli di lunga durata), sono stati notevolmente più elevati nel 2014. La quota degli investimenti sul PIL ha continuato a deludere e le prospettive di lungo termine per la crescita potenziale sono state molto più modeste nel 2014 rispetto a sei anni prima. L'innalzamento del debito e il peggioramento delle prospettive di crescita hanno reso evidente che sarebbe molto impegnativo riassorbire le perdite occupazionali in tempi ragionevoli senza un robusto intervento di riforma.

<sup>11</sup> Cfr. *Risultati degli esami approfonditi ai sensi del regolamento (UE) n. 1176/2011 sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici*, Commissione europea, 25 febbraio 2015.

## Guardando oltre il 2014 è essenziale provvedere all'attuazione di riforme strutturali coraggiose e credibili che favoriscano la crescita

In prospettiva, per far fronte alle rilevanti strozzature di natura strutturale presenti anche nel 2014, è più che mai importante attuare riforme credibili e risolutive in grado di favorire la crescita<sup>12</sup>. L'appello al rafforzamento dell'azione di riforma è un appello volto a un'elevata crescita sostenibile, fattore indispensabile per riportare il tasso di disoccupazione su livelli più contenuti e per fornire supporto alla sostenibilità del debito. Quanto alla sequenza delle riforme, le politiche capaci di migliorare le aspettative di crescita potenziale e il clima di fiducia, soprattutto le riforme dei mercati dei beni e servizi e delle condizioni strutturali, sono particolarmente urgenti. Uno sguardo attento andrebbe rivolto alle riforme che affrontano in modo deciso il numero ancora molto elevato di strozzature presenti a livello strutturale e operativo e in aree come l'amministrazione pubblica (e tributaria), i sistemi giudiziari, le rendite eccessive in settori protetti dalla concorrenza e le distorsioni nei mercati del lavoro, come le rigidità nominali (ossia il limitato aggiustamento salariale) e quelle reali (ossia la segmentazione).

Esistono ancora troppe strozzature nel contesto operativo, ad esempio l'eccessiva burocrazia, che ostacolano un'efficiente allocazione delle risorse e impediscono una più rapida ripresa degli investimenti privati. Questi ultimi sono altresì frenati da insufficienti strumenti di ristrutturazione del debito societario e da insufficienti norme in materia di insolvenza. Nonostante si siano compiuti progressi in alcuni paesi nel 2014, gli interventi delle politiche in quest'area dovrebbero essere intensificati ulteriormente al fine di agevolare il processo di riduzione della leva finanziaria delle imprese (e delle famiglie). Inoltre, resta molto arduo attuare misure che incoraggino la concorrenza nei settori protetti dei servizi e occorre che numerosi paesi intraprendano azioni importanti a livello delle politiche per incrementare la concorrenza consentendo l'accesso a questi mercati da parte di nuove imprese spesso più produttive e innovative. Se le riforme sono credibili e incisive, l'impatto positivo sulla fiducia, sugli investimenti, sulla creazione di posti di lavoro e sulla crescita sarà nel complesso molto più ampio di eventuali impatti negativi derivanti dalle pressioni al ribasso sui prezzi nel breve periodo. Al momento non esistono evidenze incontestabili di ingenti costi a breve termine riconducibili alle riforme<sup>13</sup>. Al contrario, la crisi ha mostrato chiaramente che non vi è alternativa alle riforme strutturali per sospendere la crescita e che rimandare le decisioni difficili non farà che accrescere il costo dell'aggiustamento in futuro.

Adottare una strategia di riforma coerente, credibile e di ampio spettro è essenziale non solo per ottimizzare i benefici a lungo termine delle riforme ma altresì per ripartire l'onere dell'aggiustamento in modo equo.

<sup>12</sup> Cfr. "Structural reforms: learning the right lessons from the crisis", intervento pronunciato da Benoît Cœuré in occasione della conferenza economica della Latvijas Banka tenutasi a Riga il 17 ottobre 2014.

<sup>13</sup> Cfr. "Structural reforms at the zero lower bound", *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 13, n. 3, Commissione europea, 2014.

## 2 L'ampliamento degli strumenti di politica monetaria della BCE in un contesto di tassi di interesse di riferimento al limite inferiore effettivo

Di fronte alle modeste prospettive di inflazione e alle deboli dinamiche di crescita, l'Eurosistema ha adottato varie importanti misure aggiuntive di politica monetaria a partire dal giugno del 2014.

Il pacchetto di misure introdotto nel 2014 comprendeva tre elementi principali: la riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE al limite inferiore effettivo, l'introduzione di una serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) e l'avvio di due programmi di acquisto di determinate attività finanziarie del settore privato. Esso intendeva ripristinare il normale funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria nonché aumentare ulteriormente il grado di accomodamento monetario, sostenendo così il credito all'economia reale e la ripresa dell'area dell'euro al fine di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Le misure adottate nel 2014 hanno allentato ulteriormente, in misura considerevole, l'orientamento effettivo della politica monetaria, e nei trimestri a venire le iniezioni di liquidità mediante le OMRLT e i programmi di acquisto di attività finanziarie raggiungeranno la piena portata. In questo contesto il Consiglio direttivo ha comunicato l'intenzione di accrescere notevolmente il bilancio dell'Eurosistema al fine di fornire uno stimolo monetario sufficiente a innalzare il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC a livelli inferiori, ma prossimi, al 2 per cento. Il Consiglio direttivo ha inoltre ribadito all'unanimità l'impegno a utilizzare ulteriori strumenti non convenzionali nell'ambito del proprio mandato, laddove si rendesse ancora necessario fronteggiare ulteriormente i rischi di un periodo eccessivamente lungo di bassa inflazione.

Conformemente a questo impegno, agli inizi del 2015 il Consiglio direttivo ha condotto una nuova valutazione approfondita delle prospettive di evoluzione dei prezzi e dello stimolo monetario conseguito fino a quel momento, concludendo che le prospettive di inflazione di medio periodo si erano indebolite e che le misure di politica monetaria adottate dal giugno 2014, pur con risultati soddisfacenti in termini di trasmissione ai costi di finanziamento del settore privato dell'importo di liquidità immesso, non avevano generato una quantità sufficiente di liquidità. Il Consiglio direttivo ha ritenuto che il grado di accomodamento monetario fosse insufficiente a fronteggiare adeguatamente l'aumento dei rischi di un periodo eccessivamente lungo di bassa inflazione. Pertanto, nella riunione del 22 gennaio 2015, ha deciso di avviare un programma ampliato di acquisto di attività e di modificare il prezzo delle sei OMRLT restanti<sup>14</sup>.

### 2.1 Il contesto di politica monetaria ha richiesto un intervento risoluto della BCE

Nel 2014 l'Eurosistema ha condotto la propria politica monetaria in un contesto difficile: la ripresa economica era ancora debole, l'inflazione stava gradualmente

<sup>14</sup> Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro intitolato *Il programma ampliato di acquisto di attività del Consiglio direttivo*, nel numero 1/2015 del Bollettino economico della BCE.

calando, le dinamiche della moneta e del credito rimanevano moderate e il meccanismo di trasmissione della politica monetaria non funzionava ancora correttamente.

Come descritto in maggiore dettaglio nella sezione 1 del capitolo 1, il graduale recupero dell'attività economica osservato nella seconda metà del 2013 è proseguito anche agli inizi del 2014. Tuttavia, verso la metà dell'anno la ripresa nell'area dell'euro ha dato segnali di un minore slancio, poiché l'indebolimento della domanda interna, assieme alle tensioni geopolitiche e all'insufficiente attuazione di riforme strutturali in alcuni paesi dell'area, ha inciso negativamente sulle condizioni economiche. Sebbene questa situazione di debolezza fosse dovuta anche ad alcuni fattori temporanei collegati a effetti di calendario e condizioni meteorologiche, l'elevata disoccupazione e l'andamento deludente degli investimenti hanno continuato a frenare le dinamiche economiche. Nell'insieme del 2014 il PIL è cresciuto dello 0,9 per cento.

Come già accennato, i tassi di inflazione generale sono stati bassi e in calo nel corso dell'anno; lo IAPC sui dodici mesi si è collocato in media allo 0,4 per cento nel 2014. Il calo dell'inflazione al consumo era dovuto principalmente agli andamenti dei prezzi dell'energia e degli alimentari nonché, nei primi mesi dell'anno, all'impatto dell'apprezzamento corrente e pregresso del tasso di cambio. Anche l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dell'energia e degli alimentari è risultata contenuta, segnalando la debolezza della domanda aggregata generale. Il permanere dell'inflazione su livelli modesti e la decisa flessione dei prezzi dell'energia hanno influenzato le aspettative di inflazione. L'effetto di indebolimento è stato particolarmente vigoroso per le aspettative a breve termine, che hanno ricalcato l'andamento calante dell'inflazione generale. A partire dall'estate del 2014 le aspettative di inflazione a medio-lungo termine hanno anch'esse iniziato a diminuire sensibilmente.

Come già accennato, le dinamiche della moneta e del credito nell'area dell'euro sono rimaste ancora deboli nel 2014, sebbene entrambe abbiano dato segni di ripresa nel corso dell'anno. Se da un lato la crescita di M3 è stata alimentata da un'accelerazione di M1 dovuta alla protratta preferenza per la liquidità in un contesto di bassi tassi di interesse, dall'altro lato la lentezza dell'espansione economica ha frenato le dinamiche monetarie.

Gli andamenti del credito sono stati modesti, malgrado i primi segnali di svolta, di riflesso al generale allentamento delle condizioni di finanziamento per le IFM dell'area dell'euro. I prestiti al settore privato si sono contratti: i flussi positivi di credito a favore delle famiglie sono stati più che compensati da quelli, ancora negativi, del credito alle imprese non finanziarie. Le condizioni di concessione del credito a famiglie e imprese sono rimaste rigide, specialmente in alcuni paesi dell'area dell'euro, poiché i miglioramenti delle condizioni finanziarie e, in particolare, i precedenti impulsi di politica monetaria si sono trasmessi in maniera solo imperfetta ai costi dell'indebitamento privato. Di conseguenza, i tassi attivi delle banche sono risultati meno reattivi ai cambiamenti nella politica monetaria e sono rimasti relativamente elevati malgrado l'orientamento accomodante della BCE. Le condizioni restrittive applicate al credito in alcuni paesi hanno compresso la domanda

aggregata e contribuito alla debolezza economica. Le modeste dinamiche del credito hanno posto un vincolo alla ripresa nell'area dell'euro, esercitando pressioni al ribasso sulle prospettive di inflazione a medio termine.

Sebbene nel corso dell'anno il clima nel mercato finanziario sia migliorato, si sono verificati brevi periodi di forte volatilità. In aggiunta, la frammentazione del mercato finanziario, pur continuando a calare, è rimasta elevata. Di conseguenza, ha continuato a osservarsi una significativa eterogeneità fra le condizioni di finanziamento di imprese e famiglie nei diversi paesi dell'area dell'euro. Tuttavia, le misure di politica monetaria intraprese dalla BCE si sono rivelate efficaci nel contribuire all'allentamento dei vincoli alla provvista bancaria. Il completamento della valutazione approfondita della BCE in ottobre, e il conseguente rafforzamento dei bilanci bancari e dell'accesso delle banche ai mercati di finanziamento, dovrebbero parimenti allentare ulteriormente le condizioni di provvista e l'offerta di credito delle banche.

In questo contesto di peggioramento delle aspettative di inflazione, debolezza della crescita, dinamiche modeste della moneta e del credito e malfunzionamenti nella trasmissione della politica monetaria, il Consiglio direttivo ha adottato un ampio pacchetto di misure a partire da giugno 2014. Il pacchetto intende migliorare la trasmissione della politica monetaria nonché allentare ulteriormente la politica monetaria. In particolare, abbassando i costi medi di indebitamento di famiglie e imprese su livelli maggiormente coerenti con l'orientamento ricercato della politica monetaria, le misure sostengono il credito all'economia reale. Esse sono inoltre coerenti con le indicazioni prospettiche fornite dal Consiglio direttivo sui tassi di riferimento della BCE, contribuendo così al mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio termine.

## 2.2 L'insieme delle misure di politica monetaria di giugno-ottobre

L'insieme delle misure di politica monetaria introdotto fra giugno e ottobre è composto da tre elementi principali: la riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE alla soglia minima, l'introduzione di una serie di OMRLT e l'avvio di due programmi di acquisto di determinate attività finanziarie del settore privato.

Le misure sono state concepite in modo da produrre un impatto significativo sulle condizioni del credito per le famiglie e le imprese nell'area dell'euro. Sono state inoltre finalizzate a favorire l'ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine, in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi del Consiglio direttivo. In più, le misure hanno riflesso differenze significative e crescenti nei cicli monetari delle principali economie avanzate.

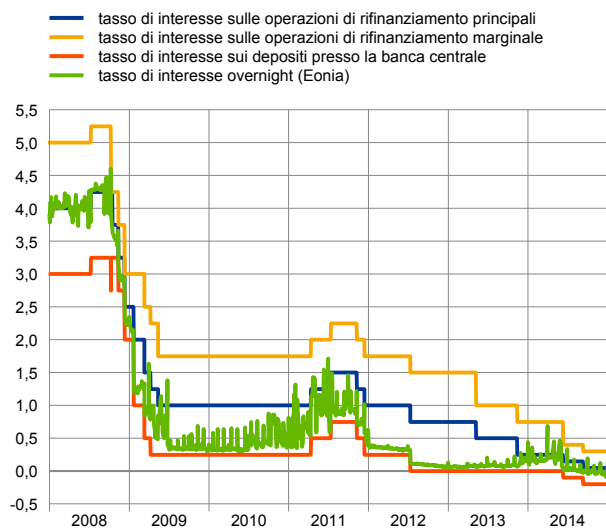
### I tassi di riferimento della BCE raggiungono la soglia minima

I tassi di interesse di riferimento della BCE sono stati ridotti fino alla soglia minima. Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) dell'Eurosistema e il tasso sui depositi presso la banca centrale sono stati

**Figura 23**

**Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse overnight**

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

ridotti a due riprese per complessivi 20 punti base, allo 0,05 e -0,20 per cento rispettivamente, mentre il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale è stato abbassato due volte, per un totale di 45 punti base, allo 0,30 per cento (cfr. figura 23). Il taglio dei tassi era in linea con le indicazioni prospettiche del Consiglio direttivo<sup>15</sup>.

Portare il tasso sui depositi presso la banca centrale in territorio negativo ha rafforzato l'impatto della riduzione del tasso sulle ORP e contribuito a mantenere l'ampiezza del corridoio dei tassi di interesse, incentivando gli scambi delle banche sull'interbancario, una condizione necessaria per il funzionamento adeguato dei mercati, per favorirne la price-discovery e un'efficace disciplina. La riduzione del tasso ha avuto effettivamente un impatto ingente sui tassi del mercato monetario a pronti e a termine, mentre le contrattazioni nei mercati monetari a brevissimo termine sono rimaste invariate.

L'attuazione della decisione di introdurre tassi negativi sui depositi presso la banca centrale è avvenuta senza difficoltà, ma è stato necessario apportare alcune modifiche alla remunerazione dei conti detenuti presso l'Eurosistema, poiché altrimenti i trasferimenti di disponibilità fra conti diversi avrebbero potuto compromettere l'efficacia della misura sui tassi negativi. In particolare, la BCE si è assicurata che il tasso negativo si applicasse anche alla media delle riserve in eccesso rispetto alla riserva obbligatoria e ad alcuni altri depositi detenuti presso l'Eurosistema, come specificato nel [comunicato stampa del 5 giugno 2014](#).

### Le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine consentono un migliore accesso al credito

Il [5 giugno 2014](#) è stata annunciata una serie di OMRLT finalizzate a migliorare il credito bancario al settore privato non finanziario dell'area dell'euro. Le OMRLT forniscono finanziamenti a lungo termine a condizioni vantaggiose per un periodo fino a quattro anni a favore di tutte le banche che soddisfino determinate condizioni di riferimento relative alla loro attività di prestito all'economia reale. La scelta di questa misura riflette la struttura finanziaria a predominanza bancaria dell'economia dell'area dell'euro nonché il peso della debolezza del credito bancario quale fattore di freno alla ripresa. Incentivando il credito all'economia reale, le OMRLT intendevano migliorare la trasmissione della politica monetaria. Le migliorate condizioni di rifinanziamento delle banche dovrebbero contribuire all'allentamento delle condizioni di concessione del credito e stimolare l'offerta del credito.

<sup>15</sup> Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro intitolato *Le indicazioni prospettiche del Consiglio direttivo sui tassi di interesse di riferimento della BCE*, nel numero di luglio 2013 del Bollettino mensile della BCE.

Un aspetto fondamentale delle OMRLT è dato dal fatto che l'ammontare del finanziamento che una banca è autorizzata a richiedere dipende dall'attività di prestito della banca stessa. Alle controparti è stato infatti assegnato un plafond iniziale per un importo pari al 7 per cento dell'ammontare totale dei prestiti erogati al settore privato non finanziario dell'area dell'euro, esclusi i prestiti concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, in essere al 30 aprile 2014. Le banche avevano la possibilità di attingere al plafond iniziale nelle prime due operazioni nel settembre e dicembre 2014.

In seguito, nel periodo compreso fra marzo 2015 e giugno 2016 tutte le controparti potranno richiedere alle OMRLT importi aggiuntivi, determinati in base all'evoluzione della loro attività di prestito superiore a uno specifico valore di riferimento. Quanto più credito una banca avrà erogato al disopra del valore di riferimento, tanto maggiore sarà l'ammontare che potrà richiedere. Questo incentivo è rafforzato dall'uso di un moltiplicatore, per cui una banca potrà prendere in prestito fino a tre volte la differenza (se positiva) tra il credito netto erogato e il valore di riferimento<sup>16</sup>.

Il tasso di interesse sulle OMRLT rimane invariato per tutta la durata di ciascuna operazione. Per le prime OMRLT esso è stato fissato al tasso sulle ORP dell'Eurosistema vigente al momento dell'erogazione del finanziamento, maggiorato di un differenziale fisso pari a 10 punti base. Al fine di favorire l'efficacia delle operazioni, nel gennaio 2015 il Consiglio direttivo ha deciso di eliminare la maggiorazione di 10 punti base per le OMRLT da tenersi fra il marzo 2015 e il giugno 2016. Per garantire che i fondi offerti alle banche siano utilizzati per sostenere la crescita del credito, le controparti che non soddisfano determinate condizioni relative al volume dei prestiti netti erogati all'economia reale saranno tenute a rimborsare gli importi ricevuti nel settembre 2016, due anni prima della scadenza della OMRLT. Tutte le OMRLT giungeranno a scadenza nel settembre 2018.

La combinazione di bassi tassi di rifinanziamento a lungo termine e di incentivi all'erogazione di prestiti (nonché di penalizzazioni per la mancata erogazione di prestiti) dovrebbe accrescere l'offerta di credito, abbassando i tassi attivi praticati dalle banche. Le OMRLT sono pertanto strutturate in modo da incoraggiare il trasferimento delle condizioni favorevoli di finanziamento collegate alle decisioni della BCE sui tassi di interesse ai prenditori del settore privato

L'importo complessivo assegnato nelle prime due OMRLT è stato di 212,4 miliardi di euro (82,6 miliardi in settembre e 129,8 miliardi in dicembre). Alle operazioni ha preso parte un totale di 469 controparti. Le banche interessate a partecipare che non soddisfacevano tuttavia i criteri relativi al portafoglio prestiti hanno potuto aggregarsi alle banche idonee formando "gruppi OMRLT". Grazie a questa

---

<sup>16</sup> Il valore di riferimento è determinato tenendo conto dei prestiti netti di ciascuna controparte al settore privato non finanziario dell'area dell'euro, esclusi i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, erogati nei 12 mesi fino al 30 aprile 2014. Il Consiglio direttivo ha deciso che, per le banche che presentavano un valore positivo dei prestiti netti idonei in tale periodo, il valore di riferimento fosse sempre pari a zero, e per quelle che presentavano un valore negativo i valori di riferimento fossero fissati come segue: per i 12 mesi fino al 30 aprile 2015 viene estrapolata la media mensile dei prestiti netti di ciascuna banca nei 12 mesi fino al 30 aprile 2014, mentre per l'anno dal 30 aprile 2015 al 30 aprile 2016 i prestiti netti mensili di riferimento sono posti pari a zero.

possibilità, le operazioni hanno di fatto raggiunto 1.223 enti creditizi. Nel complesso, hanno partecipato le controparti di tutti i paesi dell'area dell'euro<sup>17</sup>.

L'importo massimo dei finanziamenti erogabili alle singole controparti nelle prime due operazioni era calcolato in anticipo sulla base delle informazioni fatte pervenire dalle controparti stesse riguardo l'importo dei prestiti idonei in bilancio nell'aprile 2014. Le segnalazioni fornite dalle banche evidenziavano un importo di prestiti idonei tale da determinare un plafond iniziale di 266,5 miliardi, a fronte di un plafond teorico di 385 miliardi di euro che avrebbero potuto essere erogati qualora tutte le banche idonee avessero partecipato alla segnalazione.

Le OMRLT hanno presentato vari vantaggi per le banche. In primo luogo, gli incentivi di prezzo e di scadenza incorporati nelle operazioni sono risultati per molti istituti favorevoli rispetto alle condizioni di mercato. In particolare, nel 2014, i finanziamenti erogati con le OMRLT sono stati effettuati a un tasso pari a quello in essere delle ORP, pari a 5 punti base, maggiorato di 10 punti base. Al giorno di regolamento della seconda OMRLT, i fondi mutuati in entrambe le operazioni avevano allungato la scadenza media del rifinanziamento dell'Eurosistema a circa un anno e mezzo (nell'ipotesi che tali fondi fossero mantenuti per quattro anni), rispetto a meno di quattro mesi appena prima del regolamento della prima OMRLT. Alla fine del 2014 la scadenza media delle operazioni era leggermente inferiore, pari a un anno e quattro mesi. In secondo luogo, le banche che avevano meno interesse per le OMRLT perché godevano già di una situazione di finanziamento favorevole, hanno indicato che partecipando avrebbero potuto avere un ritorno di immagine, poiché sarebbero state viste prendere parte a un'operazione finalizzata a sostenere l'economia reale. In terzo luogo, trasmettendo il minor costo del finanziamento alle condizioni praticate, le banche avrebbero potuto migliorare la propria posizione competitiva nel mercato dei prestiti.

Le OMRLT hanno contribuito alla distensione delle condizioni nel mercato finanziario, e le operazioni che verranno condotte fra marzo 2015 e giugno 2016 allenteranno ulteriormente l'orientamento della politica monetaria e favoriranno l'erogazione di nuovo credito.

## I programmi di acquisto di attività finanziarie hanno lo scopo di allentare le condizioni creditizie nell'economia

I due programmi di acquisto di attività finanziarie del settore privato, ossia il Programma di acquisto di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (asset-backed securities purchase programme, ABSPP) e il nuovo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (covered bond purchase programme 3, CBPP3), sono stati concepiti in modo da consentire un intervento selettivo nei mercati dove la trasmissione alle condizioni di finanziamento del settore privato

<sup>17</sup> Per una discussione dei risultati della prima OMRLT, cfr. il riquadro intitolato *L'operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine condotta nel settembre del 2014*, nel numero di ottobre 2014 del Bollettino mensile della BCE.

non finanziario dell'area dell'euro è elevata. Essi integrano pertanto le OMRLT nel fronteggiare la debolezza delle condizioni creditizie e migliorare la trasmissione della politica monetaria.

Nell'ambito dell'ABSPP l'Eurosistema ha cominciato ad acquistare asset-backed securities (ABS) semplici e trasparenti emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione di attività nei confronti del settore privato non finanziario dell'area dell'euro. Nell'ambito del CBPP3, invece, l'Eurosistema ha avviato l'acquisto di obbligazioni garantite denominate in euro ed emesse da IFM domiciliate nell'area dell'euro. Il Consiglio direttivo ha annunciato di aspettarsi che questi due programmi dureranno almeno due anni.

La decisione di acquistare ABS semplici e trasparenti rispecchia il ruolo che il corrispondente mercato svolge nell'agevolare i nuovi flussi di credito all'economia. In particolare, sussiste uno stretto legame fra i differenziali di tasso di interesse ai quali gli ABS sono scambiati e i tassi attivi che le banche applicano alle attività sottostanti. Poiché nel mercato europeo degli ABS permangono disfunzioni, gli interventi hanno un potenziale elevato di modificarne le dinamiche. Gli acquisti dell'Eurosistema rafforzano quindi l'effetto diretto di trasmissione delle OMRLT, ossia la misura in cui i minori costi di finanziamento delle banche vengono trasmessi alle famiglie e alle imprese nell'area dell'euro. La riduzione dei differenziali sugli ABS crea opportunità di arbitraggio per le banche, incoraggiandole a creare nuovi ABS e quindi ad accrescere l'offerta di prestiti, spingendo verso il basso i relativi tassi.

Per quanto riguarda le obbligazioni garantite, il legame fra queste obbligazioni, da un lato, e i prestiti sottostanti, dall'altro lato, è piuttosto stretto all'interno del bilancio della banca emittente. All'aumentare dei prezzi delle obbligazioni garantite, pertanto, è lecito attendersi che le banche rispondano agli incentivi di mercato creando nuovi titoli negoziabili di questo tipo, e quindi nuovi prestiti da utilizzare in garanzia. Il CBPP3, pertanto, costituisce un ulteriore complemento alle OMRLT e agli acquisti di ABS. Gli interventi definitivi nel mercato delle obbligazioni garantite, inoltre, hanno rafforzato il canale di trasmissione basato sul riequilibrio dei portafogli. L'espansione della liquidità risultante dalle due operazioni definitive ha favorito la diversificazione dei profili di investimento e quindi, più in generale, indotto un allentamento delle condizioni di finanziamento.

## L'attuazione dei programmi di acquisto di attività finanziarie a pieno regime

L'Eurosistema ha avviato gli acquisti nell'ambito dell'ABSPP il 21 novembre 2014 e a fine anno aveva regolato 1,7 miliardi di euro di titoli idonei (cfr. tavola 2). I volumi degli acquisti dipendono da vari fattori, fra cui le dimensioni complessive del mercato e la loro evoluzione, ma anche da considerazioni volte a limitare gli effetti di spiazzamento degli investitori privati dal mercato. I volumi relativamente contenuti degli acquisti durante il 2014 riflettono inoltre il fatto che gli acquisti hanno preso avvio appena prima del rallentamento dell'attività di mercato a dicembre. Tuttavia, l'annuncio dell'ABSPP e la sua attuazione hanno portato a un sensibile calo dei

differenziali di rendimento degli ABS, con adeguamenti particolarmente marcati dei prezzi nei segmenti di mercato dove l'Eurosistema è intervenuto direttamente.

Data l'ampia eterogeneità del mercato degli ABS dell'area dell'euro, il Consiglio direttivo ha considerato opportuno, al fine di massimizzare l'efficacia dell'ABSPP, affidarsi a quattro gestori patrimoniali esterni, che si integrano vicendevolmente nelle rispettive aree di specializzazione e competenza. Nel dicembre 2014 la Banque de France ha assunto il ruolo di gestore patrimoniale interno, cominciando ad acquistare ABS parallelamente ai gestori esterni. I gestori hanno il ruolo di effettuare le operazioni di acquisto degli ABS per conto dell'Eurosistema nel rispetto delle istruzioni esplicite fornite da quest'ultimo. L'Eurosistema stesso, svolge altresì opportune verifiche sui prezzi e controlli di due diligence prima di approvare le transazioni. Gli acquisti di tipologie diverse di ABS idonei dell'area dell'euro sono assegnati dalla BCE ai vari gestori tenendo conto delle rispettive aree di specializzazione. L'Eurosistema intende subentrare ai gestori patrimoniali esterni nell'attuazione dell'ABSPP una volta che avrà ulteriormente sviluppato le capacità e le competenze tecniche del caso.

**Tavola 2**  
Totale acquisti effettuati nell'ambito dell'ABSPP e del  
CBPP3 nel 2014

(miliardi di euro; valori percentuali)

	Ammontare totale regolato nel 2014	di cui, quota del mercato secondario	di cui, quota del mercato primario
ABSPP	1,7	90	10
CBPP3	29,6	82	18

Fonte: BCE.

Per quanto riguarda il CBPP3, gli acquisti dell'Eurosistema sono iniziati il 20 ottobre 2014, e a fine anno il valore contabile delle obbligazioni regolate si collocava a 29,6 miliardi di euro (cfr. tavola 2). Il CBPP3 ha preso avvio in modo ordinato ed efficace. Sono stati effettuati acquisti in un'ampia gamma di paesi in linea con gli importi obiettivo. Gli acquisti sono effettuati in linea di principio dall'intero Eurosistema, ma per ragioni di efficienza si è optato in alcuni casi per una maggiore specializzazione. Come già avvenuto per il CBPP e il

CBPP2, i titoli nel portafoglio CBPP3 sono disponibili per operazioni di prestito titoli. Analogamente a quanto riscontrato per l'ABSPP, l'annuncio e l'attuazione del CBPP3 hanno fatto calare sensibilmente i differenziali di rendimento delle attività oggetto del programma.

Gli acquisti nell'ambito di entrambi i programmi sono effettuati nei mercati sia primario sia secondario. Nel 2014 il 18 per cento delle obbligazioni garantite e il 10 per cento degli ABS sono stati acquistati nel mercato primario.

L'impatto positivo dei programmi CBPP3 e ABSPP sui rispettivi mercati si è osservato con maggiore evidenza immediatamente dopo l'annuncio del 4 settembre e della pubblicazione dei dettagli operativi il 2 ottobre, quando i differenziali di rendimento si sono ristretti in misura significativa, specialmente nel caso dei titoli emessi nei paesi sottoposti a maggiori tensioni. L'avvio effettivo degli acquisti ha indotto un ulteriore lieve calo dei differenziali, che in seguito si sono tuttavia mantenuti relativamente stabili. I livelli relativamente più contenuti dei differenziali hanno portato verso la fine dell'anno a un lieve indebolimento della domanda di obbligazioni garantite da parte degli investitori, che ha indotto a sua volta un leggero aumento dei differenziali.

Per ciascuno dei due programmi, i dati relativi a importi in essere, importi regolati settimanalmente e rimborsi settimanali sono pubblicati sul sito Internet della BCE nonché, corredati da commento, all'interno della [situazione contabile settimanale](#)

dell'Eurosistema. In aggiunta, la BCE diffonde sul proprio sito Internet informazioni mensili relative alla ripartizione fra mercato primario e mercato secondario degli acquisti nell'ambito del CBPP3.

## Idoneità all'acquisto delle attività finanziarie nell'ambito dei programmi

Per quanto riguarda l'idoneità delle attività oggetto di acquisto, i criteri guida sono quelli previsti dal sistema delle garanzie dell'Eurosistema, con alcuni adeguamenti che riflettono la differenza fra l'accettazione di attività in garanzia e l'acquisto di attività a titolo definitivo. Per garantire che i programmi possano riguardare attività dell'intera area dell'euro, gli ABS e le obbligazioni garantite di Grecia e Cipro, attualmente non stanziabili in garanzia nelle operazioni di politica monetaria, sono soggetti a regole specifiche e misure di attenuazione del rischio<sup>18</sup>.

Nel caso del CBPP3, le obbligazioni garantite devono soddisfare le condizioni per essere accettate come garanzia per uso proprio e alcuni altri requisiti specificati nell'articolo 2 della decisione BCE/2014/40. Le entità sospese dalle operazioni di credito dell'Eurosistema sono altresì escluse dagli acquisti nell'ambito del CBPP3 per la durata della sospensione. In aggiunta, si applicano alcuni limiti alle disponibilità in uno stesso titolo.

Per quanto riguarda l'ABSPP, i titoli devono soddisfare i requisiti addizionali previsti dall'articolo 2 della decisione BCE/2014/45. Inoltre, sia prima dell'acquisto sia su base continuativa, la BCE conduce una valutazione del rischio di credito e una verifica di due diligence sugli ABS. Infine, anche in questo caso si applicano alcuni limiti alla detenzione di uno stesso titolo.

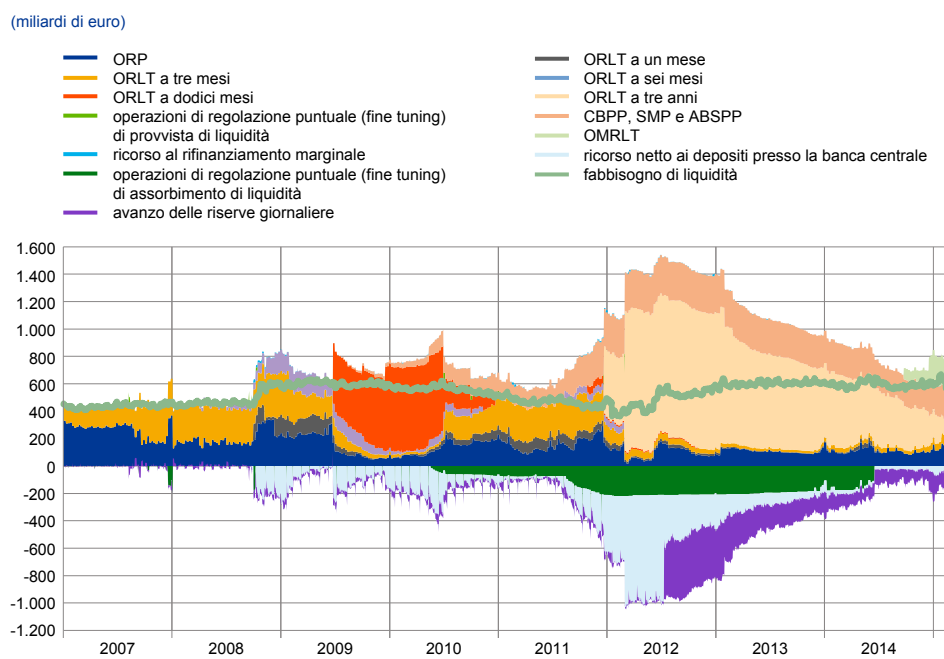
## 2.3 Le operazioni di rifinanziamento della BCE e l'evoluzione della liquidità

L'Eurosistema ha continuato a fornire abbondante liquidità attraverso la procedura d'asta con piena aggiudicazione degli importi nelle normali operazioni di rifinanziamento, ossia le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi. Di conseguenza, come negli anni passati a partire dal 2008, il volume delle operazioni di rifinanziamento in essere è stato determinato dalla domanda di liquidità dell'Eurosistema da parte delle controparti. Al fine di continuare a soddisfare la domanda di liquidità di banca centrale, il Consiglio direttivo ha deciso, nell'ambito del pacchetto di misure di politica monetaria di giugno, di applicare la politica di piena aggiudicazione degli importi nelle ORP e nelle ORLT almeno fino a dicembre 2016.

<sup>18</sup> Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo 2(5) della [Decisione BCE/2014/40 del 15 ottobre 2014 sull'attuazione del terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite](#), e l'articolo 2(8) della [Decisione BCE/2014/45 del 19 novembre 2014 sull'attuazione di un programma di acquisto di titoli garantiti da attività](#).

Le banche hanno continuato a fare ampio ricorso all'opzione di rimborso associata alle due ORLT a tre anni, rimborsando nel 2014 un importo totale di 334 miliardi di euro, pari ad un ammontare medio settimanale di 6,7 miliardi. In un contesto di complessiva stabilità del fabbisogno di liquidità in senso stretto, ossia quello determinato dalla riserva obbligatoria e dai fattori autonomi<sup>19</sup>, i rimborsi hanno indotto nell'arco del 2014 un graduale ma consistente calo della liquidità in eccesso nel bilancio dell'Eurosistema (cfr. figura 24). I rimborsi sono stati motivati da varie ragioni, fra cui il miglior accesso ai mercati della raccolta e una maggiore stabilità delle fonti di provvista, la tendenza a ridurre le riserve in eccesso detenute a fini precauzionali e il processo di aggiustamento dei bilanci e di riduzione del grado di leva finanziaria. In aggiunta, i rimborsi potrebbero anche essere stati alimentati dalla minore valenza che la provvista assumeva da un punto di vista regolamentare nel momento in cui la vita residua delle ORLT triennali scendeva al disotto di un anno. Infine, i rimborsi sono stati favoriti anche dal fatto che le banche hanno preferito far ricorso alle operazioni a più breve termine dell'Eurosistema, allo scopo di gestire più attivamente la liquidità, oppure alle OMRLT. I rimborsi hanno infatti segnato un'impennata prima delle due OMRLT, collocandosi a 19,9 miliardi di euro il 24 settembre 2014 e a 39,8 miliardi di euro il 17 dicembre 2014.

**Figura 24**  
Operazioni di provvista e di assorbimento di liquidità dal 2007



Fonte: BCE.

Nel giugno 2014 sono state sospese le operazioni settimanali di regolazione puntuale che erano state utilizzate per assorbire la liquidità immessa mediante il Programma per il mercato dei titoli finanziari. Tale decisione, che faceva parte del pacchetto di

<sup>19</sup> I fattori autonomi sono quelle voci nel bilancio dell'Eurosistema, come le banconote in circolazione e i depositi delle amministrazioni pubbliche, che hanno un impatto sui saldi dei conti degli enti creditizi, ma esulano dal controllo diretto della funzione di gestione della liquidità della BCE.

misure di politica monetaria di giugno-ottobre, ha prodotto all'inizio un aumento del livello di liquidità in eccesso. Subito dopo la sospensione, la liquidità in eccesso è salita a 160 miliardi di euro il 18 giugno, da 122 miliardi del giorno precedente.

Questo aumento della liquidità in eccesso è risultato essere solo temporaneo, in primo luogo perché la liquidità, non più assorbita mediante operazioni di regolazione puntuale, è stata compensata dalla minore partecipazione alle altre operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. Le banche hanno accresciuto i rimborsi delle ORLT a tre mesi e ridotto il ricorso alle ORP. Tuttavia, le banche con ampia liquidità che prendevano regolarmente parte alle operazioni di assorbimento non hanno potuto impiegare i fondi in eccesso, registrando un aumento netto dei saldi in conto corrente e del ricorso alle operazioni di deposito overnight presso la banca centrale. Ciò ha limitato la riduzione della liquidità in eccesso. Il fatto che queste banche non sembrano aver prestato le loro disponibilità in eccesso ad altre controparti è indicativo della protratta frammentazione del mercato. Al tempo stesso, il fabbisogno di liquidità è aumentato per effetto dell'aumento dei fattori autonomi, che hanno ridotto la liquidità in eccesso. Il 10 luglio la liquidità in eccesso era ritornata sui livelli osservati appena prima la sospensione delle operazioni settimanali di regolazione puntuale per l'assorbimento di liquidità.

In aggiunta, l'impatto delle aggiudicazioni delle OMRLT sull'immissione di liquidità dipende dalla misura in cui le banche modificano la partecipazione in altre operazioni creditizie dell'Eurosistema regolate nella stessa settimana. Alla data del regolamento le operazioni di settembre e di dicembre avevano immesso liquidità per 47,9 e 95,3 miliardi di euro rispettivamente; le banche di conseguenza avevano rimborsato le ORLT a tre anni e modificato l'importo della loro partecipazione nelle ORP e nelle ORLT a tre mesi.

Nel complesso, la partecipazione alle regolari operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema è stata analoga, per dimensioni, a quella dell'anno precedente, sebbene leggermente più volatile. Il fatto che la sospensione delle operazioni di regolazione puntuale e l'avvio di nuove operazioni come le OMRLT siano stati ampiamente compensati dai rimborsi delle ORLT triennale ha contribuito alla complessiva stabilità delle operazioni standard. In particolare, il ricorso alle ORP è stato pari in media a 110 miliardi di euro nel 2014, un importo sostanzialmente invariato rispetto ai 108 miliardi di euro del 2013. Il ricorso alle singole ORP è oscillato fortemente fra 82 e 174 miliardi di euro nel 2014. Gli importi mediamente assegnati nelle ORLT a tre mesi sono aumentati rispetto all'anno precedente, collocandosi in media a 11 miliardi, rispetto ai 7,2 miliardi di euro nel 2013.

Considerando nel loro insieme tutte le operazioni di mercato aperto (esclusi i portafogli definitivi di politica monetaria), l'ammontare di liquidità fornito è diminuito da circa 650 a circa 600 miliardi di euro a fine 2014, portandosi brevemente addirittura sotto i 500 miliardi di euro all'inizio di dicembre (cfr. figura 24). Questo calo era in linea con la tendenza osservata negli anni passati. Di conseguenza, la liquidità in eccesso è risultata pari in media a 129 miliardi di euro nel 2014, ben inferiore ai 300 miliardi di euro registrati nel 2013. Nella seconda metà del 2014 il livello della liquidità in eccesso è stato sostenuto dalle nuove misure, collocandosi su valori compresi fra 70 e 260 miliardi di euro alla fine del 2014. Alla fine del 2014 la capacità

potenziale di assorbire ulteriore liquidità restava elevato, poiché ammontavano a 210 miliardi di euro i finanziamenti ancora in essere erogati nell'ambito delle ORLT triennali. Tuttavia, è lecito attendersi che ulteriori ORMLT e acquisti di attività innalzino il livello della liquidità in eccesso nel 2015.

## Protezione del bilancio dell'Eurosistema

Nell'attuazione della politica monetaria l'Eurosistema conduce operazioni di credito con controparti che soddisfano determinati criteri di idoneità specificati nell'Indirizzo sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema ("general framework"). Per quanto tali criteri prevedano che le controparti siano finanziariamente solide, l'Eurosistema potrebbe comunque essere esposto al rischio di insolvenze impreviste delle controparti. Questo rischio è attenuato richiedendo alle controparti di stanziare adeguate garanzie, conformemente alla normale prassi delle banche centrali in tutto il mondo.

Nel 2014 l'Eurosistema ha continuato ad assicurarsi che fossero disponibili garanzie sufficienti per un'ampia gamma di controparti, cosicché l'Eurosistema stesso fosse in grado di fornire un importo adeguato di liquidità nelle operazioni di politica monetaria<sup>20</sup>. Inoltre, i rischi finanziari collegati alle operazioni di immissione di liquidità sono stati mantenuti sotto stretto controllo e quantificati a livello di Eurosistema, nonché periodicamente segnalati agli organi decisionali della BCE.

Nel corso del 2014 l'Eurosistema ha adottato varie misure volte a migliorare i criteri di idoneità applicati e il sistema di controllo dei rischi, che protegge l'Eurosistema dal rischio di perdite finanziarie qualora si renda necessario liquidare le garanzie in caso di inadempienza di una controparte. Ad esempio, il Consiglio direttivo ha [reso più stringenti i requisiti relativi ai dati sui singoli prestiti previsti per gli ABS](#). In aggiunta, sono state modificate le [regole](#) previste per l'assegnazione di un rating alle attività negoziabili al fine di determinarne l'idoneità, nonché gli scarti di garanzia eventualmente applicabili. Per quanto riguarda il sistema temporaneo delle garanzie, il Consiglio direttivo ha adottato [l'Indirizzo BCE/2014/31](#), che sostituisce, facendo maggiore chiarezza - l'Indirizzo BCE/2013/4. Il nuovo indirizzo consente di utilizzare fra gli ulteriori crediti idonei certi strumenti di debito a breve termine emessi da società non finanziarie che normalmente non risponderebbero ai criteri di idoneità dell'Eurosistema per le attività negoziabili, a condizione che rispettino alcuni criteri specifici.

## 2.4 Comunicazione sul bilancio dell'Eurosistema

Il Consiglio direttivo ha comunicato che le operazioni di politica monetaria - sia quelle di prestito sia gli acquisti di attività - avrebbero avuto un impatto considerevole sul bilancio dell'Eurosistema.

<sup>20</sup> Informazioni dettagliate sulle attività negoziabili idonee nonché sull'uso delle garanzie e sul credito in essere sono pubblicate sul [sito Internet della BCE](#).

Queste indicazioni intendevano rispondere all'incertezza sull'entità complessiva delle misure, incertezza derivante dal fatto che uno degli elementi fondamentali del pacchetto di misure di giugno-ottobre, il volume delle OMRLT, sarebbe stato in ampia misura determinato dalla domanda delle controparti dell'Eurosistema, ossia dalla decisione delle singole banche di partecipare alle operazioni. Pertanto, se era chiaro che ogni unità di liquidità introdotta con le misure di politica monetaria di giugno-ottobre avrebbe avuto un impatto durevole di allentamento creditizio, non era possibile anticipare con esattezza l'ammontare totale dello stimolo immesso.

L'attività di comunicazione sulle dimensioni del bilancio dell'Eurosistema rifletteva pertanto l'intenzione del Consiglio direttivo di assicurare che il grado di stimolo monetario sarebbe stato adeguato a far salire i tassi di inflazione al consumo a livelli prossimi ma inferiori al 2 per cento. Ciò nonostante, va sottolineato che le dimensioni del bilancio dell'Eurosistema non costituiscono un obiettivo della politica monetaria. La gestione attiva del bilancio è piuttosto uno degli strumenti utilizzati dalla BCE nel perseguimento del mandato di preservare la stabilità dei prezzi, una volta raggiunta la soglia minima dei tassi di interesse nominali a brevissimo termine.

### 3 Risanamento e rafforzamento della fiducia: il settore finanziario europeo

Nell'ambito delle attività svolte nel 2014 la BCE ha fornito un sostanziale contributo al rafforzamento della stabilità del settore finanziario europeo e della fiducia nei confronti di quest'ultimo. A questo riguardo, la BCE ha intrapreso una serie di azioni, fra cui la regolare valutazione dei rischi emergenti e della capacità di tenuta e di assorbimento degli shock del sistema finanziario; l'analisi dei nessi fra il sistema finanziario e il sistema economico; una valutazione approfondita degli enti creditizi significativi; la partecipazione al dibattito sulla definizione del quadro regolamentare a livello sia internazionale sia dell'UE. In aggiunta, con l'istituzione del Meccanismo di vigilanza unico (MVU) il 4 novembre 2014, la BCE ha formalmente assunto funzioni micro e macroprudenziali. Il nuovo meccanismo assicurerà che i rischi nel sistema finanziario, sia specifici alle singole istituzioni sia sistemici, siano individuati e affrontati in modo tempestivo ed efficace, in stretta cooperazione con le autorità degli Stati membri partecipanti.

Questa sezione descrive i principali sviluppi negli ambiti summenzionati, con particolare riferimento a come le attività della BCE e i cambiamenti nell'assetto istituzionale e regolamentare abbiano contribuito al risanamento del sistema finanziario, indebolendo il nesso fra le banche e i soggetti sovrani, e a rafforzare la fiducia nel settore finanziario dell'UE.

#### 3.1 Salvaguardare la stabilità finanziaria<sup>21</sup>: un compito fondamentale per la BCE

I risultati dell'analisi della stabilità finanziaria condotta dalla BCE sono presentati periodicamente, ad esempio nella sua pubblicazione semestrale *Financial Stability Review*<sup>22</sup>. La BCE fornisce inoltre supporto analitico al Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) nell'ambito dell'analisi della stabilità finanziaria. Durante il 2014 l'analisi della BCE in quest'ambito è servita in particolare all'elaborazione degli scenari avversi stabiliti dal CERS e utilizzati nelle prove di stress condotte nell'UE sulle banche e sulle compagnie di assicurazione<sup>23</sup>. Tali scenari sono stati utilizzati nell'esercizio di stress test effettuato sulle banche nell'intera UE dall'Autorità bancaria europea (EBA), esercizio sul quale si è basata la valutazione approfondita condotta dalla BCE sulle banche<sup>24</sup>, nonché negli stress test dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA)<sup>25</sup>.

<sup>21</sup> La BCE definisce la stabilità finanziaria come la condizione in cui il sistema finanziario (intermediari, mercati e infrastrutture del mercato) è in grado di resistere agli shock senza che si verifichino importanti turbative nell'intermediazione finanziaria e nell'efficace allocazione del risparmio agli investimenti produttivi.

<sup>22</sup> Cfr. *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2014 e *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2014.

<sup>23</sup> Cfr. "EBA/SSM stress test: The macroeconomic adverse scenario" e "EIOPA/ESRB adverse financial market scenarios for insurance stress test", CERS, aprile 2014.

<sup>24</sup> Cfr. *Aggregate report on the comprehensive assessment*, BCE, ottobre 2014.

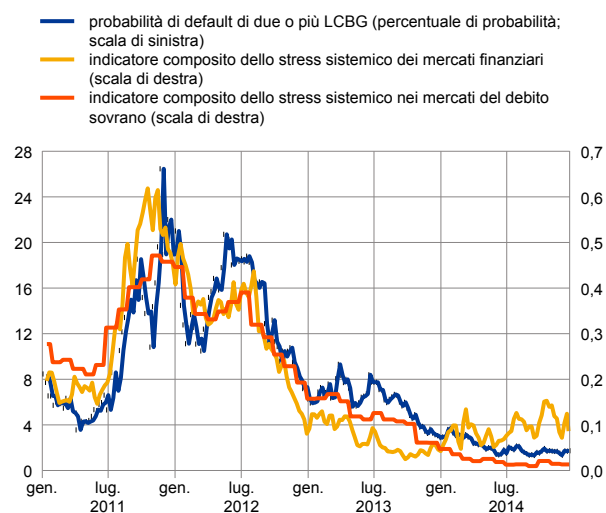
<sup>25</sup> Cfr. *EIOPA insurance stress test 2014*, EIOPA novembre 2014.

## Le tensioni nel sistema finanziario dell'area dell'euro restano contenute nel 2014, ma permangono rischi

**Figura 25**

Indicatori di stress nei mercati finanziari, nel settore bancario e del debito sovrano nell'area dell'euro

(gennaio 2011 - febbraio 2015)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: "la probabilità di default di due o più LCBG" si riferisce alla probabilità di default simultanei nel campione dei 15 grandi gruppi bancari (LCBG) in un orizzonte di un anno. Per maggiori informazioni sugli indicatori compositi di stress, cfr. anche Hollo, D., Kremer, M. e Lo Duca, M., "CISS – a composite indicator of systemic stress in the financial system", *Working Paper Series*, n. 1426, BCE, marzo 2012.

Le tensioni nel sistema finanziario dell'area dell'euro sono rimaste contenute durante tutto il 2014. Gli indicatori di stress relativi alle banche e ai soggetti sovrani dell'area dell'euro sono ulteriormente calati, portandosi su livelli non più osservati da prima dello scoppio della crisi finanziaria internazionale. Anche in termini più generali le tensioni finanziarie sono rimaste contenute (cfr. figura 25).

I rischi per la stabilità finanziaria cui ha dovuto far fronte l'area dell'euro nel 2014 possono essere suddivisi in due ampie categorie. La prima è quella dei problemi "ereditati" dalla crisi finanziaria globale che, benché ridottisi durante l'intero anno, sono rimasti fonte di preoccupazione. Per l'area dell'euro questi problemi attengono principalmente all'insufficienza dei progressi sia del settore bancario sia dei governi nell'affrontare le debolezze. La seconda ampia categoria è quella dei rischi "emergenti", derivanti soprattutto dalla protratta ricerca di rendimento a livello internazionale, che ha lasciato il sistema finanziario più vulnerabile a una brusca inversione dei premi al rischio.

A fare da sfondo a tutti questi importanti rischi per la stabilità del sistema finanziario è stata l'incertezza dovuta alla debolezza e alla fragilità di una ripresa economica disomogenea. Il bassissimo tasso di inflazione, inoltre, potrebbe aggravare le vulnerabilità esistenti laddove rimanesse ai livelli attuali per un periodo più lungo del previsto o calasse ulteriormente.

### Continuano i progressi nella risoluzione dei problemi ereditati dalla crisi finanziaria internazionale

Sia le banche sia i governi hanno continuato nel 2014 ad adottare misure per affrontare i rischi ereditati dalla crisi. Le banche dell'area dell'euro hanno ulteriormente rafforzato i propri bilanci nel corso dell'anno, privilegiando chiaramente aumenti di capitale (collegati alla valutazione approfondita condotta dalla BCE), rispetto alla riduzione del grado di leva e dell'assunzione di rischio negli anni precedenti. Nel contempo, sono proseguiti i progressi dei governi dell'area dell'euro per quanto riguarda il risanamento dei conti pubblici e le riforme strutturali, sebbene a ritmi diversi a seconda dei paesi. Il migliore clima di mercato si è tradotto in un calo significativo dei rendimenti dei titoli dei paesi dell'area dell'euro con merito di credito inferiore, che in alcuni casi hanno raggiunto livelli non più osservati da prima della seconda ondata della crisi finanziaria con epicentro nell'area dell'euro nel 2010.

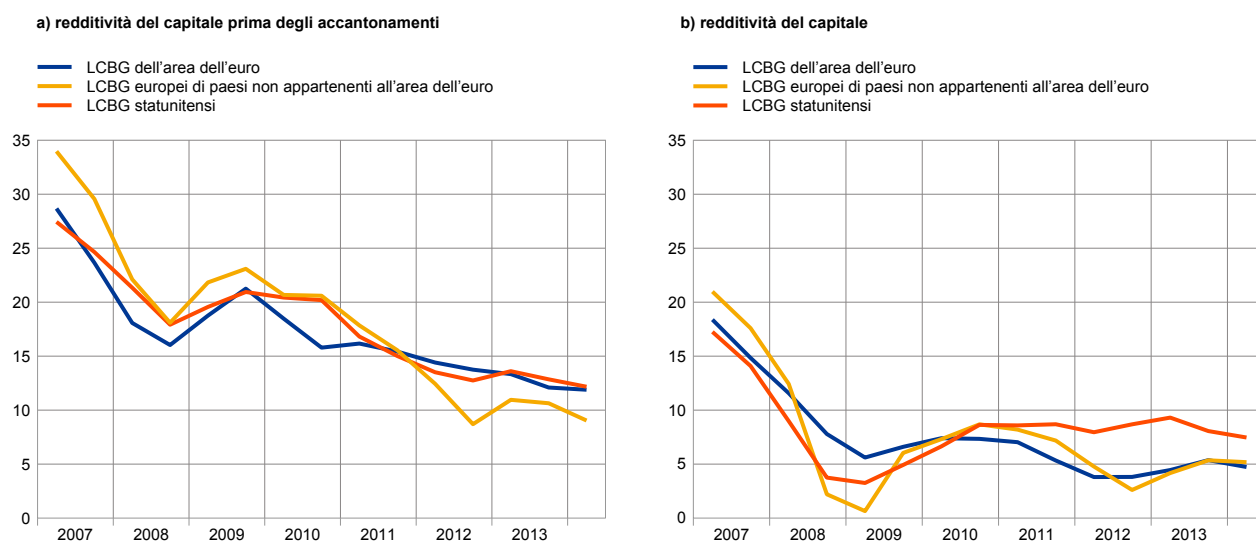
Malgrado i progressi realizzati sia dalle banche sia dai governi, permangono sfide sul fronte della stabilità finanziaria. Se da un lato la valutazione approfondita ha assicurato che le banche più significative nell'area dell'euro dispongano di capitale sufficiente, dall'altro il sistema bancario deve fronteggiare le fragilità e le incertezze restanti. La sfida principale per il settore bancario dell'area durante il 2014 ha continuato a provenire dai bassi livelli della redditività in molte sue parti, dovuti principalmente al debole contesto economico. Se dovesse perdurare, la debole redditività bancaria potrebbe destare timori di ordine sistemico laddove limitasse la capacità delle banche di assorbire gli shock mediante utili non distribuiti e accantonamenti. Ciò potrebbe impedire alle banche di dedicarsi a nuove attività di prestito profittevoli e portare, nel contesto di bassa crescita, a timori di natura più strutturale relativi ai modelli di business. In siffatte circostanze, le banche potrebbero essere tentate di assumere maggiori rischi per accrescere la redditività, una scelta che potrebbe a sua volta renderle più vulnerabili di fronte agli shock futuri.

La redditività del capitale delle banche durante il 2014 si è collocata ben al disotto del costo del capitale (tasso di rendimento atteso degli azionisti), un altro indizio della necessità strutturale di ulteriori risanamenti dei bilanci in alcune parti del sistema bancario. La modesta redditività bancaria nel 2014 non ha tuttavia riguardato le sole banche dell'area dell'euro. La performance finanziaria aggregata di queste ultime è infatti stata assai simile a quella delle banche di altri paesi europei e, tenendo conto degli accantonamenti per perdite su crediti, a quella delle omologhe statunitensi (cfr. figura 26).

## Figura 26

### Redditività del capitale dei grandi gruppi bancari complessi dell'area dell'euro e mondiali prima e dopo gli accantonamenti

(percentuali; mediane; medie mobili di due periodi)



Fonti: SNL Financial ed elaborazioni della BCE.

Note: il gruppo "LCBG europei di paesi non appartenenti all'area dell'euro" comprende le banche di Regno Unito, Svizzera, Svezia e Danimarca. I dati si riferiscono al periodo dalla prima metà del 2007 alla prima metà del 2014.

Le tensioni collegate al debito sovrano sono rimaste contenute nell'area dell'euro nel 2014. Grazie anche alle migliorate condizioni nei mercati del debito sovrano dopo l'annuncio delle operazioni monetarie definitive nel 2012 e alle azioni di politica monetaria della BCE nel 2014, il clima di mercato è rimasto relativamente favorevole. Il graduale rafforzamento delle condizioni economiche congiunturali e il risanamento delle finanze pubbliche in atto hanno contribuito a questa evoluzione.

Il clima di mercato ha beneficiato inoltre degli ulteriori progressi compiuti per indebolire i nessi fra soggetti sovrani e banche. L'istituzione dell'MVU e le iniziative sul piano della regolamentazione, come le nuove regole per i bail in, sono state cruciali a questo riguardo. Tuttavia, la correlazione ancora significativa fra i costi di indebitamento delle banche e dei soggetti sovrani dell'area dell'euro sottolinea la necessità di compiere ulteriori passi avanti.

**Figura 27**  
Indicatore composito dell'integrazione finanziaria  
basato sui prezzi (FINTEC) per l'area dell'euro

(gennaio 1999 - dicembre 2014)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: Il "FINTEC" (Financial INTEGRation Composite, Indicatore composito dell'integrazione finanziaria) basato sui prezzi aggrega informazioni di un insieme selezionato di indicatori di dispersione dei prezzi che coprono i quattro segmenti di interesse dei mercati finanziari. Il FINTEC può assumere valori da 0 (completa frammentazione) a 1 (completa integrazione) e un suo aumento sta a indicare una più elevata integrazione finanziaria. Per ulteriori dettagli, cfr. *Financial integration in Europe*, BCE, 2015, di prossima pubblicazione.

Nel 2014 permanevano le sfide per la sostenibilità del debito pubblico, a causa dei livelli ancora elevati di indebitamento in molti paesi, dei maggiori rischi al ribasso per le prospettive economiche e di un contesto di inflazione molto bassa. Le incertezze relative alla sostenibilità del debito sovrano sono probabilmente destinate a restare un tema centrale. Per questo sono necessari ulteriori aggiustamenti dei fondamentali di bilancio e di quelli economici rilevanti ai fini della sostenibilità del debito.

Grazie ai progressi di banche e soggetti sovrani nell'affrontare i problemi ereditati dalla crisi finanziaria internazionale, è proseguito per tutto il 2014 l'aumento dell'integrazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro osservabile dal 2012, che ha raggiunto livelli non più registrati da prima dello scoppio della crisi del debito sovrano dell'area dell'euro (cfr. figura 27)<sup>26</sup>. Tutti i principali segmenti di mercato – monetario, obbligazionario, azionario e bancario – hanno registrato in varia misura miglioramenti sul fronte dell'integrazione.

Nel mercato monetario l'integrazione ha continuato ad aumentare gradualmente, sullo sfondo dei protratti interventi delle banche volti a ridurre le incertezze relative ai bilanci e a migliorare le posizioni di provvista. Questo miglioramento si è rispecchiato nel calo della liquidità eccedente, ossia delle risorse liquide detenute dalle banche in eccesso rispetto ai normali obblighi.

Il grado di frammentazione è inoltre diminuito nel 2014 nei mercati obbligazionari, grazie all'influsso di vari fattori. In primo luogo, sono ulteriormente diminuite le differenze per quanto riguarda il clima economico nei vari paesi dell'area. In secondo luogo, le ulteriori misure di politica monetaria decise dalla BCE hanno

<sup>26</sup> Per un'analisi più dettagliata degli andamenti dell'integrazione dei mercati finanziari nel 2014, cfr. *Financial integration in Europe*, BCE, 2015, di prossima pubblicazione.

sostenuto il clima di fiducia durante l'intero anno. Infine, l'orientamento della politica monetaria nelle altre principali aree valutarie è rimasto nel complesso accomodante, alimentando la ricerca di attività a più elevato rendimento. Ciò ha spinto verso il basso i differenziali di rendimento sulle attività più rischiose e contribuito a una minore frammentazione nei mercati obbligazionari dell'area dell'euro. Questi fattori hanno inoltre favorito i mercati azionari, dove il grado di eterogeneità fra paesi dell'area dell'euro è ancora leggermente calato nel 2014.

L'integrazione dei mercati bancari dell'area dell'euro è in certa misura migliorata nel 2014 per quanto riguarda l'attività di prestito e la raccolta di depositi. L'attività bancaria transfrontaliera è moderatamente cresciuta, sebbene il livello di integrazione nei mercati bancari sia rimasto inferiore rispetto a prima dello scoppio della crisi finanziaria. Ciò si evince, ad esempio, dal divario ancora presente fra i costi di indebitamento pagati dalle società non finanziarie (specie le piccole e medie imprese) di paesi diversi dell'area dell'euro.

Per quanto l'Eurosistema consideri che l'integrazione del mercato finanziario sia principalmente e soprattutto un processo dettato dal mercato, l'assetto legislativo e regolamentare del sistema finanziario svolge evidentemente un importante ruolo di catalizzatore. Numerosi sono stati gli sviluppi rilevanti in ambito regolamentare (cfr. le sezioni 3.3 e 3.4 di questo capitolo) che nel 2014 hanno favorito l'integrazione dei mercati finanziari. La BCE ha assunto le competenze di vigilanza bancaria il 4 novembre 2014. Il Meccanismo di vigilanza unico (MVU) e il Meccanismo di risoluzione unico (Single Resolution Mechanism, SRM) sono pilastri fondamentali di un'architettura più robusta e resistente volta a prevenire le crisi finanziarie e ad assicurare un intervento efficace nonché, in ultima istanza e ove necessario, la risoluzione delle banche. Ciò contribuirà in misura significativa all'integrazione dei mercati finanziari europei.

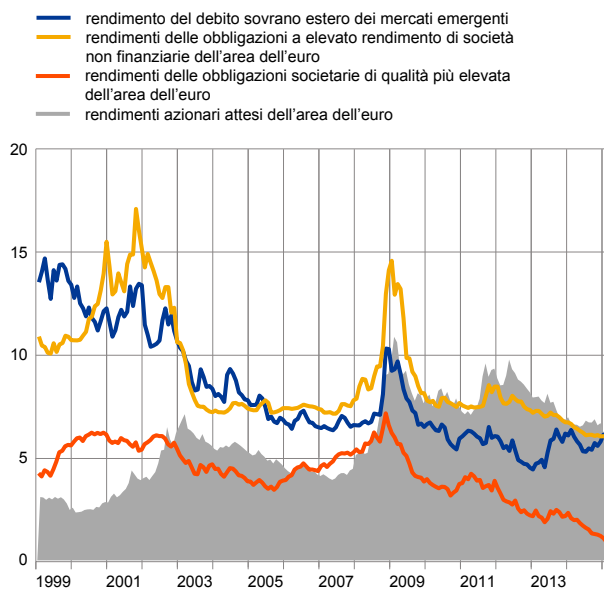
## I rischi emergenti vanno monitorati e analizzati attentamente

Sebbene inizialmente le sfide prevalenti per la stabilità finanziaria fossero in ampia misura collegate ai problemi ereditati dalla crisi finanziaria, in un secondo momento sono emersi segnali di nuovi potenziali rischi che in alcuni casi hanno assunto carattere più significativo nel 2014. Tali rischi erano collegati in ampia misura al contesto di bassi tassi di interesse, che ha favorito la ricerca di rendimento nei mercati delle attività finanziarie nonché in alcuni mercati delle attività reali, dove i costi di indebitamento contenuti hanno alimentato l'aumento dei prezzi in certi segmenti e paesi.

Malgrado gli sprazzi di volatilità collegati alle tensioni geopolitiche e alla pubblicazione di dati economici deludenti, la ricerca di rendimento nei mercati finanziari internazionali è proseguita durante il 2014, e in Europa si è manifestata con maggiore evidenza nei mercati dei titoli di debito di imprese e amministrazioni pubbliche (cfr. figura 28). Ciò ha portato a una maggiore correlazione sia all'interno dei singoli mercati obbligazionari, azionari e monetari dell'area dell'euro, che fra i mercati stessi, analogamente a quanto si era osservato negli anni precedenti lo scoppio della crisi finanziaria internazionale.

**Figura 28****Rendimento di alcune obbligazioni e rendimenti azionari attesi dell'area dell'euro**

(gennaio 1999 - febbraio 2015; valori percentuali)

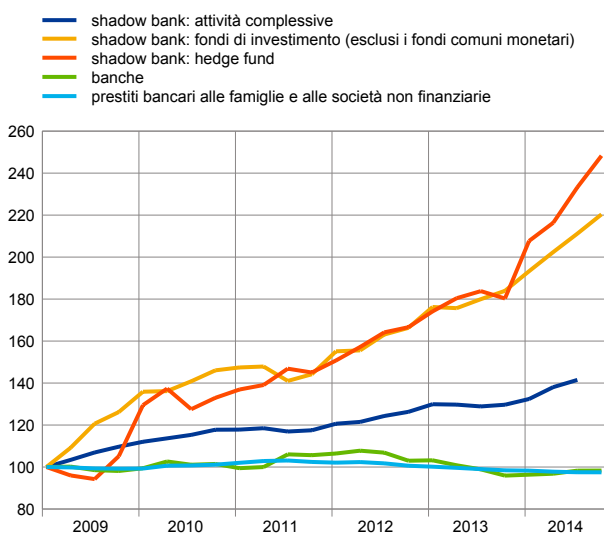


Fonti: Bloomberg, indici di Bank of America/Merrill Lynch, R. Shiller (Università di Yale), BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: i rendimenti azionari attesi dell'area dell'euro corrispondono all'inverso del rapporto prezzo/utili corretto per il ciclo di Shiller.

**Figura 29****Attività di alcuni settori finanziari dell'area dell'euro**

(1° trim. 2009 - 4° trim. 2014; indice: 1° trim. 2009 = 100)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

L'ininterrotta crescita che ha interessato negli ultimi anni l'intermediazione creditizia non bancaria – concetto generale che secondo il Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board) definisce o approssima il sistema bancario ombra e comprende tutte le istituzioni finanziarie non monetarie escluse le compagnie di assicurazione e i fondi pensione – fa ritenere che le vulnerabilità siano probabilmente aumentate in questi settori di mercato (cfr. figura 29)<sup>27</sup>. Il sistema bancario ombra dell'area dell'euro ha conosciuto una notevole espansione nell'ultimo decennio. In base alla sua definizione più ampia, le sue attività totali sono raddoppiate, raggiungendo 22.000 miliardi di euro a giugno 2014. All'interno di questo settore sono intervenuti cambiamenti importanti, riconducibili a tre conseguenze della crisi finanziaria. In primo luogo, il contesto di tassi di interesse molto bassi ha creato difficoltà per i fondi del mercato monetario, le cui attività si sono contratte dal massimo pre-crisi di 1.300 miliardi di euro a 835 miliardi a metà del 2014. In secondo luogo, nello stesso periodo le attività delle società veicolo finanziarie coinvolte in operazioni di cartolarizzazione e situate nell'area dell'euro si sono ridotte di quasi un terzo, a 1.900 miliardi di euro. Infine, il declino dei fondi del mercato monetario e delle società veicolo finanziarie è stato più che compensato dalla vigorosa espansione del settore dei fondi di investimento (esclusi i fondi del mercato monetario) dell'area dell'euro. Sullo sfondo dell'intensa ricerca globale di rendimento, tale settore è cresciuto a 8.900 miliardi di euro nel terzo trimestre del 2014.

Gli operatori del settore bancario ombra sono oggi un'importante fonte di credito per l'economia dell'area dell'euro, specie se si considera la contrazione del credito bancario negli anni recenti. Eventuali problemi concernenti tali soggetti potrebbero pertanto propagarsi rapidamente al settore bancario e all'economia reale, poiché le banche ombra sono fortemente interconnesse con gli istituti di credito dell'area dell'euro. Gli operatori del sistema bancario ombra rappresentano parimenti un'importante fonte di finanziamento per le banche, le imprese non finanziarie e le amministrazioni pubbliche

<sup>27</sup> Il Consiglio per la stabilità finanziaria definisce il sistema bancario ombra o shadow banking come "l'intermediazione creditizia che coinvolge entità e attività (del tutto o in parte) esterne al normale sistema bancario". Per una trattazione dello shadow banking dell'area dell'euro, cfr. Doyle, N., Hermans, L., Mikkonen, K. e Molitor, P., "Structural features of the wider euro area financial sector", *Banking Structures Report*, BCE, ottobre 2014.

dell'area dell'euro. Sebbene l'offerta di servizi bancari da parte di tali soggetti possa presentare una serie di vantaggi, come quello di accrescere l'accesso dell'economia reale al credito, favorire la liquidità di mercato e consentire la condivisione del rischio, si rendono comunque necessarie ulteriori iniziative volte a monitorare e a valutare le vulnerabilità presenti nel settore in espansione dello shadow banking. Al tempo stesso, è necessario proseguire negli sforzi intesi a migliorare la vigilanza macroprudenziale e gli strumenti a disposizione delle autorità per attenuare i rischi, poiché quelli esistenti offrono una capacità soltanto limitata di gestire i rischi derivanti dall'attività bancaria ombra.

## 3.2 Le competenze macroprudenziali della BCE

Sia la BCE sia il CERS esercitano funzioni di politica macroprudenziale, nell'espletamento del rispettivo mandato e in stretta cooperazione fra loro.

### Politica e regolamentazione macroprudenziali

Con l'istituzione dell'MVU, la BCE ha assunto anche competenze macroprudenziali, nel senso che può applicare, su propria iniziativa e subordinatamente al coordinamento con le autorità nazionali, le misure definite nella pertinente legislazione comunitaria. Ciò nonostante, è opportuno sottolineare che la responsabilità primaria per l'attuazione delle misure macroprudenziali spetta alle autorità nazionali competenti o designate. La BCE può applicare margini patrimoniali obbligatori più elevati e misure più stringenti rispetto a quelli applicati dalle autorità nazionali competenti o designate (cfr. l'articolo 5 del [regolamento sull'MVU](#)).

In considerazione delle nuove funzioni micro e macroprudenziali della BCE, è stato creato un meccanismo interno per facilitare il coordinamento preventivo in materia macroprudenziale e sulle questioni importanti di policy relative alla regolamentazione prudenziale e finanziaria. Sono stati inoltre istituiti meccanismi di coordinamento fra la BCE e le autorità nazionali competenti o designate degli Stati membri partecipanti.

Lo strumentario macroprudenziale include i margini patrimoniali nonché altre misure definite nel regolamento sui requisiti patrimoniali e nella quarta direttiva sui requisiti patrimoniali (pacchetto CRR/CRD IV), quali obblighi addizionali di informativa pubblica, limiti sulle grandi esposizioni, ponderazioni di rischio per le attività immobiliari e misure relative alle esposizioni verso istituzioni finanziarie.

L'attuale pacchetto CRR/CRD IV, tuttavia, non contiene talune misure che potrebbero rivelarsi efficaci nell'affrontare alcuni rischi sistemici specifici e potrebbe pertanto essere emendato in un secondo momento. Fra le potenziali misure ulteriori di questo tipo figurano ad esempio: 1) varie misure dal lato dell'attivo, come l'applicazione di limiti ai rapporti fra valore del prestito e valore della garanzia (loan-to-value), fra valore del prestito e reddito (loan-to-income) o fra il servizio del debito e il reddito (debt service-to-income) e 2) l'introduzione di limiti alle esposizioni non rientranti nell'attuale definizione di grandi esposizioni. Va osservato che il CRR/CRD IV

contempla già la possibilità di imporre requisiti specifici a fronte dei rischi sistemici di liquidità, nonché quella di applicare regole più stringenti in materia di liquidità per far fronte al rischio sistemico o macroprudenziale. Il CRR contempla inoltre la possibilità di introdurre, su proposta legislativa, un coefficiente di leva finanziaria (leverage ratio). In aggiunta, il dispositivo macroprudenziale dovrebbe prevedere strumenti atti a fronteggiare i rischi collegati o derivanti da operatori non bancari.

Fra le altre sfide potenziali per la politica macroprudenziale nell'ambito dell'MVU figurano l'assenza di armonizzazione per quanto riguarda alcuni strumenti e la mancanza di determinati strumenti in certi paesi. Inoltre, la valutazione di parte ufficiale del potenziale impatto transfrontaliero delle misure nazionali è stata finora assai limitata, sebbene il CERS si sia occupato della questione. Al fine di rafforzare l'efficacia delle politiche macroprudenziali, sarebbe pertanto utile un'ulteriore riflessione sull'opportunità e sulle modalità di estendere l'applicazione di tali misure ad altri paesi. Inoltre, i collegi di vigilanza e il CERS forniscono possibilità ulteriori per la condivisione di informazioni e il coordinamento con i paesi esterni all'area dell'euro.

La BCE ha stabilito un processo per lo scambio di informazioni e il coordinamento fra le autorità nazionali e la stessa BCE, volto ad agevolare l'applicazione dei vari strumenti e la valutazione delle loro implicazioni transfrontaliere. Tale processo prevede fra l'altro la discussione tempestiva e il coordinamento delle misure di policy programmate. Il [regolamento quadro sull'MVU](#), che dà attuazione al regolamento sull'MVU, stabilisce l'obbligo per l'autorità nazionale che intenda far uso di uno strumento prudenziale di informare il prima possibile la BCE. Esiste inoltre in capo alla BCE un obbligo speculare nei confronti delle autorità nazionali laddove essa intenda avvalersi della prerogativa di applicare requisiti più elevati. Questo quadro è affiancato dalle valutazioni periodiche condotte dalla BCE e da una discussione approfondita dei rischi e degli strumenti di policy con le autorità dei paesi dove è stata individuata la presenza di rischi sistemici.

## Politica e regolamentazione macroprudenziali nell'ambito dell'UE: la cooperazione con il CERS

La BCE ha continuato a collaborare strettamente con il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), incaricato della sorveglianza sul sistema finanziario dell'intera UE. Il principale obiettivo del CERS è quello di prevenire e attenuare i rischi sistemici (sia congiunturali che strutturali) per la stabilità finanziaria in tutti i sottosectori finanziari. Il CERS riunisce i rappresentanti della BCE, delle BCN e delle autorità nazionali di vigilanza degli Stati membri dell'UE, delle autorità europee di vigilanza (AEV), della Commissione europea e del Comitato economico e finanziario. La BCE ha continuato a fornire assistenza analitica, statistica, logistica e amministrativa al Segretariato del CERS, cui compete il coordinamento dell'attività ordinaria del CERS.

Nel 2014 il CERS si è occupato di individuare i potenziali rischi sistemici sotto forma di: a) rivalutazione dei prezzi nei mercati finanziari internazionali; b) rischio macroeconomico; c) presenza di fragilità nei bilanci delle banche e delle compagnie di assicurazione; d) questioni relative al debito sovrano; e) strutture di mercato. Ha inoltre esaminato varie nuove problematiche, quali l'over-banking, l'erogazione di prestiti da parte di fondi di investimento e il trattamento prudenziale delle esposizioni verso soggetti sovrani, e ha contribuito alla definizione degli scenari per gli stress test destinati a banche e compagnie di assicurazione.

Nell'ambito della sua funzione di coordinamento per l'applicazione degli strumenti macroprudenziali previsti dal CRR/CRD IV, il CERS ha esaminato un ampio numero di misure macroprudenziali nazionali nel 2014, considerandone in particolare gli effetti transfrontalieri. Il CERS ha inoltre pubblicato una serie generale di linee guida sull'uso di questi strumenti e ha continuato a esaminare l'attuazione della sua raccomandazione sul mandato macroprudenziale delle autorità nazionali, in vista di rafforzare ulteriormente l'assetto macroprudenziale.

## Riquadro 5

### La valutazione approfondita delle banche

---

La valutazione approfondita delle banche che dovrebbero potersi considerare significative ha rappresentato un'iniziativa prudenziale di portata e spessore senza precedenti, nonché un'importante pietra miliare nella creazione dell'MVU. Essa ha permesso di raccogliere, relativamente alle banche sottoposte alla vigilanza diretta della BCE, un'ampia quantità di informazioni dettagliate, fondamentali per l'esercizio della vigilanza.

La valutazione approfondita ha preso avvio nell'autunno 2013 e si è chiusa con la pubblicazione dei risultati il 26 ottobre 2014. Essa si articolava in un esame della qualità degli attivi (asset quality review, AQR) e in una prova di stress, e si prefiggeva tre obiettivi principali: a) creare trasparenza migliorando la qualità delle informazioni disponibili sulla situazione delle banche; b) individuare e intraprendere le azioni correttive eventualmente necessarie; c) rafforzare la fiducia assicurando a tutti i soggetti interessati che le banche erano fundamentalmente sane e affidabili. L'AQR consisteva in una valutazione dell'accuratezza del valore contabile degli attivi di bilancio delle banche al 31 dicembre 2013 e ha fornito un punto di partenza per la prova di stress. Quest'ultima intendeva fornire un esame prospettico della tenuta della solvibilità delle banche in due scenari ipotetici, incorporando anche le nuove informazioni ricavate dall'AQR.

Complessivamente, dal confronto fra i coefficienti di solvibilità previsti con le soglie definite per l'esercizio, la valutazione approfondita ha individuato una carenza patrimoniale di 24,6 miliardi di euro per 25 banche partecipanti<sup>28</sup>. Fra il 1° gennaio e il 30 settembre 2014 le banche partecipanti hanno raccolto 57,1 miliardi di euro di capitale. Tenendo conto di queste misure patrimoniali, l'ammanto patrimoniale è stato ridotto a 9,5 miliardi di euro distribuiti su 13 banche.

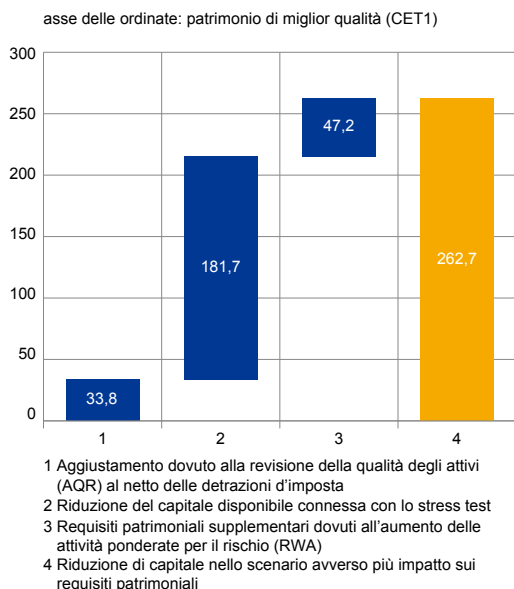
---

<sup>28</sup> Compresa due banche che stanno attuando piani di ristrutturazione concordati con la Commissione europea, in base ai quali una delle due banche presenterebbe una carenza patrimoniale pari a zero e l'altra una carenza patrimoniale contenuta.

## Figura A

### Riduzione di capitale nello scenario avverso della valutazione approfondita

(campione di banche aderenti all'MVU; miliardi di euro)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Nello scenario avverso, la prova di stress evidenziava una riduzione complessiva del capitale di 181,7 miliardi di euro, e l'aumento delle attività ponderate per il rischio dava luogo a un fabbisogno aggiuntivo di capitale pari a 47,2 miliardi di euro. Sommato alla correzione netta di 33,8 miliardi di euro emersa dall'AQR, ciò dava luogo a un totale di 262,7 miliardi di euro (cfr. figura A).

Questi risultati testimoniano il fatto che lo scenario avverso elaborato dal CERS era il più severo mai utilizzato nelle prove di stress condotte finora a livello di UE. Le condizioni di stress macrofinanziario ipotizzate avevano durata di tre anni, anziché due come negli esercizi precedenti, un aspetto che accresceva la relativa severità dello scenario.

Un esame della risposta del mercato ai risultati della valutazione approfondita mostra che gli andamenti delle azioni bancarie in Europa sono stati assai eterogenei, a seconda del

paese di insediamento delle banche interessate. Nel complesso, si può affermare che i mercati abbiano rispecchiato in maniera adeguata i risultati della valutazione approfondita, operando un'adeguata differenziazione fra i vari istituti.

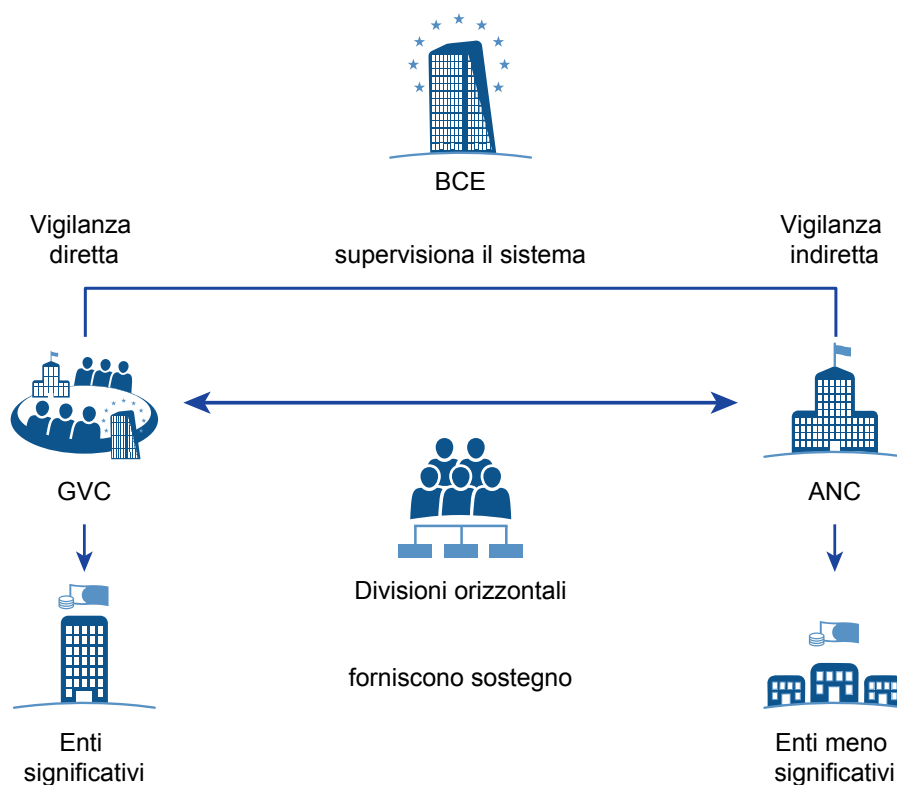
La valutazione approfondita è riuscita ad accrescere in maniera sostanziale il livello di trasparenza dei bilanci bancari grazie alla pubblicazione di schemi di segnalazione molto dettagliati contenenti i risultati relativi alle singole banche. L'obbligo per le banche che presentavano carenze patrimoniali di colmarle entro sei o nove mesi, a seconda dell'origine dell'ammancio, costituisce un importante fattore di traino del processo di risanamento dei bilanci. L'attuazione dei piani patrimoniali correttivi predisposti da queste banche è monitorata dai gruppi di vigilanza congiunti competenti. Le corrispondenti misure patrimoniali porteranno a un aumento dei livelli di solvibilità e miglioreranno pertanto la stabilità delle singole banche e del sistema nel suo complesso.

Tutto ciò contribuirà a migliorare la fiducia di tutti i soggetti interessati nella fondamentale solidità del sistema bancario dell'area dell'euro. Tuttavia, la prova di stress non può, e non è stata concepita per, sostituirsi alla regolare vigilanza, ora condotta dall'MVU, che tiene in debito conto le situazioni specifiche delle singole banche nonché l'evolversi della situazione.

### 3.3 Le attività microprudenziali della BCE

Un anno dopo l'entrata in vigore del regolamento sull'MVU, la BCE ha formalmente assunto le proprie competenze di vigilanza il 4 novembre 2014. Insieme alle autorità nazionali competenti (ANC), la BCE contribuirà alla sicurezza e alla solidità del sistema bancario e alla stabilità del sistema finanziario. L'avvio dell'MVU ha fatto seguito a mesi di preparativi molto intensi, durante i quali si è provveduto a stabilire le strutture di governance dell'MVU, ultimare il quadro giuridico per la vigilanza nell'ambito dell'MVU, creare la funzione di vigilanza della BCE e assumere il suo personale, e infine definire il modello di vigilanza dell'MVU. Contemporaneamente, la BCE ha condotto una valutazione approfondita delle banche significative, sottoponendole a un esame dettagliato della qualità degli attivi e a una prova di stress (cfr. il riquadro 5 per maggiori dettagli).

#### Ripartizione dei compiti nell'ambito dell'MVU



#### La predisposizione dell'MVU: prepararsi alla vigilanza bancaria

Conformemente con il regolamento sull'MVU, la pianificazione e l'esecuzione dei compiti conferiti alla BCE sono svolte integralmente dal Consiglio di vigilanza, costituito come organo interno della BCE. Il Consiglio di vigilanza propone progetti di decisione in materia di vigilanza che si considerano adottati salvo il caso in cui il Consiglio direttivo, in qualità di organo decisionale di ultima istanza della BCE, vi obietti entro un determinato periodo di tempo. L'istituzione del Consiglio di vigilanza, compresa la nomina del presidente, del vicepresidente e di tre rappresentanti della BCE a cavallo fra il 2013 e il 2014, ha quindi costituito una tappa fondamentale

della creazione delle strutture di governance dell'MVU<sup>29</sup>. Il Consiglio di vigilanza è operativo da gennaio 2014 e si riunisce periodicamente per dibattere e predisporre le decisioni sulle questioni fondamentali relative all'MVU. L'istituzione del Comitato direttivo del Consiglio di vigilanza, nonché della Commissione amministrativa del riesame e del Gruppo di mediazione dell'MVU ha costituito un'ulteriore importante tappa verso il completamento dell'assetto di governance dell'MVU. La Commissione amministrativa del riesame ha il mandato di rivedere le decisioni di vigilanza laddove una richiesta in tal senso sia presentata da una persona fisica o giuridica. Il Gruppo di mediazione, invece, ha il compito di comporre, ove richiesto da un'ANC, le divergenze di parere riguardo a un'obiezione del Consiglio direttivo a un progetto di decisione elaborato dal Consiglio di vigilanza. Per maggiori informazioni sulle misure adottate per assicurare la separazione fra la funzione di politica monetaria e quella di vigilanza della BCE, cfr. la sezione 6 del capitolo 2.

Il completamento dell'assetto giuridico dell'MVU ha richiesto l'adozione del regolamento quadro sull'MVU, che definisce gli aspetti pratici di attuazione dell'articolo 6 del regolamento sull'MVU (relativamente alla cooperazione fra la BCE e le ANC nell'ambito dell'MVU), nonché del regolamento della BCE sui contributi per l'attività di vigilanza. Il primo è stato pubblicato nell'aprile del 2014, il secondo nell'ottobre del 2014. Entrambi i regolamenti, prima di essere ultimati, sono stati oggetto di una consultazione pubblica.

Per quanto riguarda l'assetto operativo della funzione di vigilanza della BCE, una tappa fondamentale è stata l'istituzione dei gruppi di vigilanza congiunti (GVC), composti da esperti della BCE e delle ANC e incaricati della vigilanza diretta sugli enti creditizi significativi. È stato creato un GVC per ogni istituto significativo. Si è inoltre provveduto a sviluppare ulteriormente l'assetto organizzativo della vigilanza indiretta sugli istituti meno significativi e le funzioni orizzontali e specializzate. L'opera di assunzione del personale per tutte le aree operative dell'MVU della BCE è stata immane; complessivamente, all'inizio di gennaio del 2015 erano state coperte più di 960 delle 1.000 posizioni circa previste a bilancio.

Un altro aspetto fondamentale della predisposizione dell'MVU è stata l'elaborazione del manuale di vigilanza dell'MVU, che stabilisce i processi e la metodologia per la vigilanza sugli enti creditizi nonché le procedure per la cooperazione all'interno dell'MVU e con le autorità esterne. Il manuale è un documento "in evoluzione", che viene all'occorrenza aggiornato per tenere conto dei nuovi sviluppi nei mercati e delle prassi di vigilanza.

Al fine di agevolare lo scambio di informazioni e assicurare il migliore coordinamento possibile all'interno dell'MVU sono stati istituiti diversi consessi. Vari comitati esistenti del SEBC/Eurosistema si riuniscono oggi in una composizione specifica dell'MVU per occuparsi delle questioni di vigilanza bancaria in base alle rispettive aree di responsabilità. Laddove non esistevano comitati SEBC/Eurosistema opportuni, sono stati istituiti network di esperti provenienti sia dalla BCE sia dalle ANC.

---

<sup>29</sup> In virtù dell'articolo 26, paragrafo 1, del regolamento sull'MVU, il Consiglio di vigilanza deve comprendere quattro rappresentanti della BCE. Il quarto rappresentante è stato nominato a febbraio 2015.

## Il futuro prossimo dell'MVU: armonizzazione per garantire gli standard di vigilanza più elevati

L'attività di vigilanza svolta dai GVC affronta una gamma di questioni che rappresentano importanti sfide per gli istituti vigilati. In particolare, l'MVU fissa le priorità di vigilanza sulla base dell'individuazione dei principali rischi potenzialmente in grado di insidiare nel suo insieme il sistema bancario vigilato dall'MVU. In generale, ciò prevede la valutazione della redditività e della sostenibilità del modello di business specifico di ciascuna banca nel contesto di bassi tassi di interesse, nonché della governance e dei processi di gestione dei rischi degli enti creditizi e della transizione verso i requisiti patrimoniali più elevati previsti dal CRR/CRD IV.

Gli addetti alla vigilanza dell'MVU fanno uso dell'intera gamma di strumenti di vigilanza a loro disposizione per monitorare queste aree e indurre ove necessario azioni correttive da parte degli istituti. Il processo di revisione e valutazione prudenziale (Supervisory Review and Evaluation Process, SREP) è uno strumento fondamentale a questo riguardo. Esso viene condotto su base annua, con l'obiettivo fondamentale di assicurare che il capitale e la liquidità degli istituti, nonché i loro meccanismi, strategie e processi interni, siano adeguati a garantire una solida gestione e copertura dei rischi in cui incorrono. In aggiunta, la valutazione periodica potrebbe evidenziare la necessità di emanare raccomandazioni e adottare misure prudenziali.

In tutte le sue attività l'MVU si prefigge l'importante obiettivo di stabilire condizioni di parità concorrenziale nel trattamento prudenziale e regolamentare degli istituti in tutti gli Stati membri. Apposite funzioni specializzate e orizzontali presso la BCE hanno il compito di a) favorire l'armonizzazione degli approcci di vigilanza; b) promuovere un approccio invasivo alla vigilanza bancaria; c) intensificare la cooperazione e la comunicazione all'interno e all'esterno dell'MVU.

Sforzi significativi sono stati compiuti per far progredire l'armonizzazione negli ambiti dove regole e prassi nazionali divergono. Tali sforzi mirano a fare il punto sulle attuali prassi di vigilanza nazionali, elaborare standard, verificare e affinare ulteriormente le metodologie di vigilanza armonizzate, condurre controlli della qualità e misurare l'efficacia dei provvedimenti attuati.

Tali sforzi non si limitano agli istituti significativi direttamente vigilati dalla BCE. Quest'ultima esercita anche una vigilanza indiretta sugli istituti meno significativi. Nel 2015 la BCE intende ultimare la definizione e l'impostazione del suo approccio di vigilanza. Ciò comporterà l'emanazione di orientamenti e regolamenti destinati alle ANC, la conduzione di verifiche tematiche, l'organizzazione di scambi di personale e la partecipazione alla gestione delle crisi, il tutto in stretta cooperazione con le ANC.

L'armonizzazione all'interno dell'MVU viene perseguita con l'obiettivo di convergere verso le migliori prassi e i più elevati standard di vigilanza in tutti gli ambiti, assicurando che l'MVU contribuisca al rafforzamento della stabilità del sistema bancario dell'area dell'euro e al ripristino della fiducia in questo sistema.

### 3.4 Le iniziative dell'UE per spezzare il nesso fra banche e soggetti sovrani

Nel 2014 sono stati realizzati progressi significativi verso la creazione dell'unione bancaria. Parallelamente all'istituzione del Meccanismo di vigilanza unico (MVU) e all'elaborazione di un corpus unico di norme, l'Eurosistema ha contribuito ai preparativi per il Meccanismo di risoluzione unico (SRM), compreso il Fondo di risoluzione unico. Nel loro insieme l'MVU, il corpus unico di norme, l'SRM e il Fondo costituiscono i pilastri essenziali di un'architettura più robusta e resistente per prevenire le crisi finanziarie, assicurare un intervento efficace e, in ultima istanza, risolvere le crisi presso le banche in fallimento.

Durante la recente crisi l'assenza di un quadro di risoluzione comune delle crisi che obbligasse gli investitori (ossia azionisti e creditori) a sopportare le perdite ha contribuito a rafforzare il nesso fra banche e soggetti sovrani. L'esistenza di garanzie statali implicite ed esplicite durante la crisi ha avuto conseguenze gravi, concretizzatesi in un aumento della frammentazione del mercato unico. Uno degli obiettivi fondamentali dell'unione bancaria, e in particolare dell'SRM, è quello di spezzare il nesso fra banche e soggetti sovrani facendo della risoluzione efficiente delle crisi un obiettivo comune realizzabile e di ridurre al tempo stesso la necessità di interventi pubblici onerosi. L'unione bancaria contribuirà all'integrazione dei mercati finanziari europei e sarà strumentale per gestire in maniera efficiente le crisi finanziarie future nonché per spezzare il nesso pernicioso fra banche e soggetti sovrani.

#### La direttiva sul risanamento e sulla risoluzione delle banche a integrazione delle regole dell'UE sugli aiuti di Stato

Durante la crisi finanziaria gli orientamenti e le comunicazioni dell'UE sugli aiuti di Stato hanno fatto da cornice all'azione coordinata a sostegno del settore finanziario. Tale cornice definisce non soltanto le condizioni per l'accesso agli aiuti di Stato da parte del settore finanziario, ma anche le modalità per valutare i piani di ristrutturazione e le regole minime per la condivisione degli oneri con gli azionisti e i creditori con grado di prelazione inferiore delle banche in difficoltà che accedono al sostegno pubblico. Essa assicura inoltre che gli aiuti di Stato e le distorsioni concorrenziali fra le banche e fra gli Stati membri siano mantenuti al minimo. In presenza di regimi nazionali diversi per la gestione e la risoluzione delle crisi, questa cornice istituiva un livello minimo di armonizzazione per la gestione e la risoluzione delle crisi nell'UE. È tuttavia emersa con chiarezza la necessità di disporre di regole comuni per risolvere le crisi e ripristinare l'attività delle banche e delle grandi società di investimento, per poter a un tempo armonizzare e rafforzare i poteri e gli strumenti necessari per gestire efficacemente le crisi bancarie in tutta l'UE.

Al 1° gennaio 2015 la direttiva sul risanamento e sulla risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD) deve essere attuata da tutti gli Stati membri<sup>30</sup>. La BRRD istituisce strumenti e poteri unificati ed efficienti per prevenire le crisi bancarie e per gestire in maniera ordinata il fallimento di enti creditizi o società di investimento nell'intera UE. In particolare, la BRRD stabilisce una serie esauriente di misure volte ad assicurare che le banche e le autorità effettuino i preparativi necessari in vista di eventuali crisi e che le autorità nazionali siano equipaggiate con gli strumenti opportuni per intervenire con il debito anticipo presso un istituto in difficoltà. In aggiunta, consente alle autorità nazionali di disporre di strumenti e poteri di risoluzione armonizzati per intervenire in modo tempestivo ed efficace allorché si consideri che una banca stia fallendo o sia in procinto di fallire, e per cooperare in maniera efficace nella gestione del fallimento di una banca internazionale.

Uno degli obiettivi principali della BRRD è quello di trasferire il costo dei fallimenti bancari dai contribuenti agli azionisti e ai creditori della banca dissestata, nonché più in generale al settore bancario, attraverso i contributi da questo versati nel fondo di risoluzione. Ciò è un aspetto importante per vari motivi, non da ultimo quello di risolvere il problema delle banche troppo grandi per fallire che, in mancanza di un'opzione di risoluzione credibile, rischiano di dover essere salvate a costi elevatissimi dai contribuenti durante le crisi finanziarie. Queste banche sono spesso state considerate dai mercati come beneficiarie di una garanzia statale implicita, che crea non soltanto un problema di azzardo morale, ma anche condizioni di disparità concorrenziale fra le banche. Ad esempio, l'aspettativa che le banche di grandi dimensioni siano salvate dallo Stato comporta che le banche di questo tipo con sede nei paesi con posizioni di bilancio solide possano finanziarsi a costi più contenuti rispetto alle banche di dimensioni minori o a quelle con sede in paesi aventi posizioni di bilancio meno solide. L'introduzione di un quadro di riferimento credibile per le risoluzioni contribuisce pertanto a spezzare il legame fra le banche e i loro soggetti sovrani, legame che durante la recente crisi si è dimostrato tanto oneroso, quanto destabilizzante. Uno strumento importante per centrare questo obiettivo è la procedura di bail in, che permette all'autorità competente per la risoluzione di svalutare o convertire in azioni il debito nei confronti di un'ampia gamma di creditori. Ciò assicurerà che siano anzitutto e soprattutto gli azionisti e i creditori a farsi carico delle perdite e dei costi delle risoluzioni bancarie.

Infine, la BRRD è pienamente in linea con le raccomandazioni del Consiglio per la stabilità finanziaria in materia di regimi efficaci di risoluzione per le istituzioni finanziarie<sup>31</sup>, nonché con i lavori in corso per elaborare politiche in grado di assicurare la certezza giuridica relativamente al riconoscimento delle misure di risoluzione da parte di altri paesi. Essa crea uno strumentario completo di risoluzione che garantisce che il fallimento di una banca sia gestito in modo ordinato, riducendo al minimo l'onere per i contribuenti.

---

<sup>30</sup> La BRRD è entrata in vigore il 2 luglio 2014. Gli Stati membri erano tenuti a recepirla nella legislazione nazionale entro il 31 dicembre 2014 e ad attuarla a partire dal 1° gennaio 2015. Le disposizioni in materia di bail in, tuttavia, saranno applicabili soltanto a partire dal 1° gennaio 2016.

<sup>31</sup> Cfr. *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, Consiglio per la stabilità finanziaria, pubblicato nell'ottobre 2011 e aggiornato il 15 ottobre 2014.

## Il Meccanismo di risoluzione unico: spezzare il legame fra banche e soggetti sovrani

A partire dal 1° gennaio 2015<sup>32</sup> l'MVU è stato integrato dal Meccanismo di risoluzione unico (SRM) per tutti i paesi partecipanti all'MVU. I livelli di competenza e decisione per quanto riguarda la vigilanza e la risoluzione saranno allineati sulla base dei dispositivi giuridici del caso, come la BRRD, eliminando la precedente frammentazione istituzionale. Ciò contribuirà a dissolvere il legame tra banche e soggetti sovrani e quindi anche ad aprire il mercato del debito bancario in tutta Europa.

L'SRM è composto dalle autorità di risoluzione nazionali e, al centro, dal Comitato di risoluzione unico. Il Comitato è un'agenzia dell'UE che gode di piena indipendenza, finanziata dai contributi del settore bancario. Dispone di un presidente, un vicepresidente e quattro membri permanenti, e può coinvolgere ove opportuno la Commissione europea, il Consiglio dell'UE, la BCE e le autorità nazionali di risoluzione degli Stati membri partecipanti. La Commissione europea e la BCE godono dello status di osservatori permanenti, ma il Comitato può invitare occasionalmente altri osservatori. Il Comitato dovrebbe divenire pienamente operativo dal 2016, con l'istituzione del Fondo di risoluzione unico. Esso potrà allora avvalersi pienamente della gamma di poteri conferiti dal regolamento sull'SRM, compresa la gestione del Fondo di risoluzione unico. Già nel 2015, tuttavia, il Comitato provvederà a raccogliere informazioni e coopererà con le autorità nazionali di risoluzione e altre autorità competenti, compresa la BCE, per predisporre i lavori successivi.

## Il Fondo di risoluzione unico: completamento dei preparativi

Un importante elemento dell'SRM sarà l'istituzione del Fondo di risoluzione unico nel 2016. Sebbene il Fondo sia istituito dal regolamento sull'SRM, alcuni elementi collegati al suo funzionamento sono disciplinati da un accordo intergovernativo fra gli Stati membri partecipanti<sup>33</sup>. Tale accordo fornisce le basi giuridiche compatibili con le norme costituzionali nazionali per la messa in comune delle risorse destinate al Fondo. Esso verte in particolare sulle disposizioni applicabili nel periodo transitorio di otto anni nell'arco del quale il Fondo sarà costituito. Inizialmente il Fondo sarà composto da compartimenti nazionali che verranno progressivamente messi in comune entro la fine del periodo transitorio. L'accordo copre quindi: a) il trasferimento dei contributi raccolti dalle autorità nazionali di risoluzione verso i compartimenti nazionali; b) la messa in comune anticipata dei fondi disponibili nei compartimenti nazionali; c) l'ordine in cui le risorse finanziarie verranno mobilitate dai compartimenti e da altre fonti ai fini delle risoluzioni; d) la ricostituzione dei compartimenti, ove necessario ed e) i prestiti temporanei fra i compartimenti nazionali, ove necessario. L'accordo contiene

<sup>32</sup> I lavori preliminari, compresa l'operatività del Comitato e la preparazione dei piani di risoluzione e delle valutazioni di fattibilità della risoluzione, si applicano dal 1° gennaio 2015; per quanto riguarda i poteri di risoluzione il regolamento sull'SRM si applicherà soltanto dal 1° gennaio 2016.

<sup>33</sup> L'accordo intergovernativo è stato sottoscritto dai rappresentanti di tutti gli Stati membri dell'UE eccetto la Svezia e il Regno Unito. Gli Stati membri firmatari ma non partecipanti all'SRM saranno soggetti ai diritti e agli obblighi derivanti dall'accordo quando aderiranno all'SRM.

altresì disposizioni applicabili nel caso in cui gli Stati membri esterni all'area dell'euro partecipino all'SRM attraverso la stretta cooperazione nell'ambito dell'MVU.

Le dimensioni obiettivo del Fondo, fissate all'1 per cento dei depositi garantiti di tutte le banche nei paesi partecipanti, dovrebbero essere raggiunte entro otto anni. L'importo esatto del contributo delle singole banche è determinato dal Regolamento delegato (UE) 2015/63 della Commissione e dal Regolamento di esecuzione (UE) 2015/81 del Consiglio. I singoli contributi saranno calcolati sulla base di: a) una componente fissa, proporzionale alle dimensioni relative delle passività di un istituto (esclusi i fondi propri e i depositi garantiti rispetto alle passività complessive di tutti gli istituti autorizzati nei paesi partecipanti); e b) una correzione in base al rischio, coerentemente con il profilo di rischio di ciascun istituto. L'istituzione del Fondo comporterà il graduale passaggio dal livello obiettivo nazionale per i fondi di risoluzione al livello obiettivo europeo, per cui i settori bancari nazionali potranno dover versare al Fondo contributi maggiori o minori rispetto a quanto verserebbero ai fondi di risoluzione nazionali in virtù della BRRD. Al fine di evitare cambiamenti repentini, l'atto di esecuzione del Consiglio prevede un meccanismo di adeguamento che attenua gli effetti di questo tipo durante il periodo transitorio. Tale meccanismo contempla un'attuazione graduale non lineare dei contributi calcolati sulla base di un livello obiettivo unico e una rimozione graduale non lineare dei contributi calcolati sulla base dei livelli obiettivo nazionali conformi alla BRRD (cfr. tavola 3).

### Tavola 3

#### Fondo unico di risoluzione delle crisi bancarie: distribuzione dei contributi

(valori percentuali)

	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	Anno 6	Anno 7	Anno 8
commissione prevista dalla BRRD	60	40	33,3	26,7	20	13,3	6,7	0
commissione prevista dall'SRM	40	60	66,7	73,3	80	86,7	93,3	100

Fonte: Regolamento di esecuzione (UE) 2015/81 del Consiglio del 19 dicembre 2014.

## Il Meccanismo europeo di stabilità, le salvaguardie e la capacità del Fondo di finanziarsi

Assicurare un finanziamento efficace e adeguato del Fondo è di importanza fondamentale per la credibilità dell'SRM. È pertanto necessario elaborare meccanismi volti a far fronte all'eventualità che, in determinate situazioni, i mezzi a disposizione del Fondo non siano sufficienti e i contributi ex post che possono essere riscossi al fine di coprire gli ammanchi non siano immediatamente disponibili. Il regolamento sull'SRM specifica che la capacità del Comitato di reperire mezzi di finanziamento alternativi per il Fondo dovrebbe essere rafforzata in modo da ottimizzare i costi del finanziamento e di preservare la credibilità del Fondo stesso. Al fine di realizzare progressi a questo riguardo saranno necessari passi avanti concreti e significativi nel 2015.

In aggiunta, prima del termine del periodo transitorio di otto anni, verrà definito uno strumento unico di sostegno al Fondo. Tale strumento faciliterà la presa in prestito

di fondi da parte del Fondo. Nel frattempo, al fine di assicurare un finanziamento continuo sufficiente durante il periodo transitorio, l'accordo intergovernativo prevede che i paesi interessati da un intervento di risoluzione specifico forniscano finanziamenti ponte da fonti nazionali oppure, ove necessario, dal Meccanismo europeo di stabilità in linea con le procedure concordate.

## Cooperazione fra SRM e MVU

La cooperazione all'interno dell'unione bancaria è una priorità assoluta. Il quadro di riferimento europeo per la gestione delle crisi sancisce l'obbligo di cooperazione fra le autorità di vigilanza e di risoluzione. L'interazione fra l'MVU e l'SRM è imperniata su tre pilastri principali: ruoli istituzionali complementari, cooperazione e stretto coordinamento.

Da un punto di vista istituzionale è opportuno notare che la vigilanza e la risoluzione sono due tasselli dell'unione bancaria. L'MVU e l'SRM svolgono pertanto ruoli complementari per il successo dell'unione bancaria.

Al fine di assicurare che ciò avvenga, l'MVU e l'SRM dovranno cooperare strettamente per garantire un'efficace gestione dell'assetto complessivo di vigilanza e risoluzione e delle eventuali sovrapposizioni. La BCE ha nominato un rappresentante autorizzato a partecipare, in qualità di osservatore permanente, alle sessioni esecutive e a quelle plenarie del Comitato. Questo rappresentante potrà partecipare ai dibattiti e avere accesso a tutta la documentazione. Analogamente, la BCE ha la facoltà di invitare il presidente del Comitato a partecipare in veste di osservatore alle riunioni del Consiglio di vigilanza della BCE.

## Riforme strutturali del settore bancario: evitare che le banche svolgano direttamente attività di negoziazione in proprio ad alto rischio

Il progetto dell'unione bancaria sarà integrato dalla riforma strutturale del settore bancario dell'UE. Il 29 gennaio 2014 la Commissione europea ha adottato una proposta legislativa riguardante le banche europee designate come banche di rilevanza sistemica globale e quelle che superano determinate soglie di rilevanza. La proposta prevede il divieto della negoziazione in proprio strictu sensu, ad eccezione delle operazioni su strumenti finanziari emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'UE e delle attività di gestione della liquidità. Essa propone inoltre la possibilità di separare certe attività di negoziazione, in particolare quelle di market-making, le cartolarizzazioni complesse e la negoziazione di derivati complessi, laddove vengano superati determinati indicatori. Il [parere della BCE](#)<sup>34</sup> in materia è generalmente favorevole alla proposta della Commissione di proibire la negoziazione in proprio allo scopo di evitare che in futuro le banche svolgano direttamente attività altamente rischiose di negoziazione in proprio. Dal punto di vista della stabilità finanziaria, favorisce parimenti la separazione di determinate attività di negoziazione dall'ente raccoglitore di depositi. Tuttavia, la BCE ha ritenuto opportuno preservare in misura adeguata i

---

<sup>34</sup> CON/2014/83.

servizi di market-making, poiché essi svolgono un ruolo importante per accrescere la liquidità delle attività e dei mercati, moderare la volatilità dei prezzi e aumentare la capacità dei mercati di resistere agli shock. Si tratta di un aspetto essenziale per la stabilità finanziaria, l'attuazione e l'ordinata trasmissione della politica monetaria e il finanziamento dell'economia. Per tale motivo, si potrebbe consentire che le attività di market-making di questo tipo continuino a essere svolte all'interno dell'ente raccoglitore di depositi. Il parere è inoltre favorevole alla separazione di determinate attività di negoziazione in caso di superamento delle soglie di riferimento, ma auspica un maggior grado di discrezionalità da parte dell'autorità di vigilanza in sede di valutazione della separazione. A tal fine, potrebbe essere utile integrare gli indicatori proposti dalla Commissione con informazioni qualitative e quantitative addizionali che rilevino i rischi derivanti dalle attività di negoziazione.

# Capitolo 2

## Altri compiti e attività

### 1 Infrastrutture di mercato e sistemi di pagamento

Le infrastrutture di mercato sono la colonna portante dei mercati finanziari in quanto consentono il trattamento sicuro dei fondi e delle attività finanziarie nell'economia. Il loro regolare funzionamento è essenziale per mantenere la fiducia nella moneta e sostenere le operazioni di politica monetaria e la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso. L'integrazione delle infrastrutture di mercato oltre i confini nazionali è in Europa una condizione indispensabile per realizzare un mercato veramente unico, che aumenti il livello di efficienza per i consumatori, le aziende e le banche.

In questo ambito l'Eurosistema svolge un ruolo centrale, in quanto fornisce servizi di regolamento delle operazioni in contante e in titoli, conduce un'azione di sorveglianza sulle infrastrutture dei mercati finanziari e sugli strumenti di pagamento e promuove l'integrazione di tali mercati in collaborazione con gli operatori. Tra le priorità dell'Eurosistema figurano anche la cooperazione e il dialogo con altre istituzioni finanziarie e banche centrali esterne all'area dell'euro su aspetti di policy riguardanti gli sviluppi regionali e mondiali nel campo delle infrastrutture di mercato e dei pagamenti.

#### 1.1 Integrazione e innovazione nei pagamenti al dettaglio

I pagamenti al dettaglio sono pagamenti "quotidiani" effettuati, ad esempio, tra privati, aziende, organismi non governativi e agenzie governative, di valore relativamente modesto e solitamente non urgenti.

Una tappa fondamentale in questo campo è stata raggiunta il 1° agosto 2014 con la realizzazione dell'Area unica dei pagamenti in euro (Single Euro Payments Area, SEPA) per i bonifici e gli addebiti diretti nell'area dell'euro, che consente ai consumatori e alle aziende di utilizzare un solo conto per entrambi gli strumenti in euro. Il periodo di transizione per i bonifici e gli addebiti diretti in euro nei paesi esterni all'area si completerà il 31 ottobre 2016. L'Eurosistema ha partecipato alla realizzazione della SEPA sin dalle fasi iniziali, svolgendo un ruolo di catalizzatore in questo importante progetto di integrazione e agevolando il dialogo tra tutti gli attori coinvolti.

L'innovazione nel campo dei pagamenti al dettaglio, in particolare di quelli immediati e di quelli effettuati attraverso dispositivi mobili, e l'integrazione dei pagamenti tramite carta sono i prossimi passi per la SEPA. Nell'aprile 2014 la BCE ha pubblicato il rapporto intitolato "[Card payments in Europe – a renewed focus on SEPA for cards](#)", che ha stimolato l'applicazione del principio "qualsiasi carta presso qualsiasi terminale".

L'Eurosistema inoltre collabora con i soggetti che operano nel settore, partecipando al Comitato per i pagamenti al dettaglio in euro (Euro Retail Payments Board, ERPB), per rendere più integrato, innovativo e competitivo il mercato dei pagamenti al dettaglio in euro. Attraverso l'ERPB, l'Eurosistema è ora impegnato attivamente per agevolare i pagamenti immediati in euro, ossia i pagamenti scambiati in tempo reale tra ordinante e beneficiario, che consentono a quest'ultimo di reimpiegare immediatamente i fondi ricevuti. Nel dicembre 2014 l'ERPB ha avviato un'iniziativa tesa a facilitare i pagamenti tra soggetti effettuati attraverso dispositivi mobili e quelli di prossimità senza contatto fisico con il terminale (contactless proximity). L'ERPB ha altresì pubblicato una serie di [raccomandazioni](#) per affrontare le questioni ancora in sospeso dopo la transizione alla SEPA.

## 1.2 Il sistema per i pagamenti in euro di importo rilevante: Target2

L'Eurosistema gestisce l'infrastruttura Target2 per il regolamento in tempo reale in moneta di banca centrale dei pagamenti di importo rilevante e urgenti in euro. Il sistema Target2 regola, tra l'altro, le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema e le transazioni interbancarie, svolgendo così una funzione fondamentale per l'area dell'euro. Con collegamenti a una rete di 24 banche centrali della UE e circa 55.000 banche in tutto il mondo, Target2 rappresenta uno dei maggiori sistemi di pagamento al mondo.

Nel 2014 il sistema Target2 ha continuato a funzionare regolarmente, raggiungendo una disponibilità operativa del 100 per cento. In Target2 sono state regolate in totale 90.337.036 transazioni per un valore di 492.431 miliardi di euro, corrispondenti a una media giornaliera di 354.263 transazioni e 1.931 miliardi di euro. Rispetto alla fine del 2013 si è osservata una riduzione del 2,4 per cento dei volumi regolati, dovuta al minor numero di pagamenti disposti dalla clientela a seguito del completamento della migrazione agli strumenti SEPA.

Nel 2014 è proseguita l'attività relativa alla migrazione del sistema Target2 ai nuovi standard di settore (ISO20022). Inoltre, si sono compiuti progressi per assicurare che il sistema sia pienamente conforme al regolamento della BCE sui requisiti di sorveglianza sui sistemi di pagamento di rilevanza sistemica (cfr. oltre per maggiori dettagli), in particolare per quanto riguarda la valutazione dei rischi, le prove di stress sulla liquidità e le [forme di partecipazione](#).

## 1.3 Regolamento integrato e armonizzato dei titoli: Target2-Securities

Da giugno 2015 la nuova infrastruttura dell'Eurosistema, [Target2-Securities](#) (T2S), consentirà il regolamento transfrontaliero dei titoli in moneta di banca centrale in Europa. Tra giugno 2015 e febbraio 2017, 24 sistemi di deposito accentrato (SDA) europei trasferiranno a T2S i propri conti titoli e 23 BCN apriranno conti agli operatori per gestire il contante in T2S, al fine di consentire il trasferimento contestuale e definitivo dei titoli in moneta di banca centrale.

Per le parti interessate a T2S il 2014 è stato un anno intenso di collaudi e preparativi. Il software di T2S, sviluppato da Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France e Banca d'Italia, è stato reso disponibile per i collaudi con gli SDA e le BCN il 1° ottobre, dopo il completamento delle verifiche di conformità dell'Eurosistema eseguite durante il mese di settembre.

La prospettiva di T2S ha creato i presupposti per un impegno congiunto degli attori coinvolti nell'industria dei titoli, volto ad armonizzare il regolamento transfrontaliero dei titoli, a migliorare la sicurezza e l'efficienza, nonché a creare un ambiente maggiormente concorrenziale<sup>35</sup>.

## 1.4 I servizi di gestione delle garanzie offerti dall'Eurosistema

Per gli operatori di mercato la possibilità di trasferire facilmente le attività stanziabili a garanzia è essenziale per la gestione dei rischi e della liquidità, oltre che per la conformità ai requisiti regolamentari.

Per agevolare l'utilizzo delle garanzie su base transfrontaliera nelle operazioni creditizie effettuate dall'Eurosistema, quest'ultimo offre il Modello di banche centrali corrispondenti (Correspondent Central Banking Model, CCBM). Nel 2014 sono stati apportati due miglioramenti al CCBM. Dal 26 maggio 2014 è stato rimosso l'obbligo di rimpatriare i titoli all'SDA emittente prima di poterli mobilitare attraverso il CCBM; inoltre, i servizi di gestione delle garanzie triparty sono divenuti accessibili su base transfrontaliera tramite il CCBM a decorrere dal 29 settembre. Questi miglioramenti consentono alle controparti di accentrare le proprie attività stanziabili in uno, o pochi, SDA di propria scelta gestendo così le garanzie in modo più efficiente.

Tenuto conto dell'evoluzione regolamentare e del mercato, che ha favorito l'aumento della domanda di garanzie, la BCE ha operato in stretta collaborazione con gli operatori attraverso il Gruppo di contatto per le infrastrutture per i valori mobiliari in euro ([Contact Group on Euro Securities Infrastructures](#), COGESI), pubblicando tre rapporti su aspetti rilevanti concernenti l'idoneità, la disponibilità e la mobilità delle garanzie.

## 1.5 Sorveglianza sulle infrastrutture di mercato e sui sistemi di pagamento

Le turbative alle infrastrutture dei mercati finanziari possono determinare gravi tensioni nell'economia. La funzione di sorveglianza dell'Eurosistema ha un ruolo chiave nel garantire il controllo e la prevenzione dei rischi nella misura più ampia possibile, tenendo conto anche degli standard di sorveglianza internazionali e degli sviluppi in materia regolamentare<sup>36</sup>.

<sup>35</sup> Ulteriori informazioni sulle attività di armonizzazione post-trading riconducibili a T2S sono reperibili alla pagina [www.harmonisation.T2S.eu](http://www.harmonisation.T2S.eu).

<sup>36</sup> Ulteriori informazioni sulle attività di sorveglianza dell'Eurosistema sono reperibili nel Rapporto dell'Eurosistema sulla sorveglianza, [Eurosystem oversight report 2014](#).

Per assicurare una gestione efficiente dei rischi e solidi assetti di governance, la BCE ha adottato un [Regolamento sui requisiti di sorveglianza per i sistemi di pagamento di rilevanza sistemica](#), entrato in vigore il 12 agosto 2014. Il Regolamento è in linea con i [Principi per le infrastrutture dei mercati finanziari](#) (Principles for financial market infrastructures, PFMI), pubblicati dal Comitato per i pagamenti e le infrastrutture di mercato (Committee for Payments and Market Infrastructures, CPMI) della BRI e dalla Organizzazione internazionale delle commissioni per i valori mobiliari (International Organization of Securities Commissions, IOSCO). Il 20 agosto 2014 la BCE ha individuato quattro sistemi di rilevanza sistemica, assoggettati quindi al nuovo Regolamento: Target2 (gestito dallo stesso Eurosistema), EURO1 e STEP2-T (gestito da EBA Clearing) e CORE(FR) (gestito da STET). Questo elenco sarà rivisto con cadenza annuale. L'Eurosistema ha condotto una analisi delle lacune del sistema al fine di assicurare che Target2 sia conforme ai nuovi requisiti di sorveglianza.

L'Eurosistema inoltre ha effettuato una revisione complessiva dei requisiti di sorveglianza sui sistemi di pagamento al dettaglio in euro non di rilevanza sistemica. A conclusione, la BCE ha pubblicato il 21 agosto 2014 il [Nuovo quadro di riferimento per la sorveglianza dei sistemi di pagamento al dettaglio](#) (Revised Oversight Framework for Retail Payment Systems), in base al quale i sistemi di pagamento al dettaglio non aventi rilevanza sistemica sono disciplinati da un sottoinsieme dei PFMI, in base al livello di rischio insito nel mercato sottostante.

Quanto alla sorveglianza sulle infrastrutture per i titoli e gli strumenti derivati, le attività principali nel 2014 hanno riguardato il nuovo regolamento. L'Eurosistema ha continuato a intervenire nei "collegi" per le controparti centrali sulla (ri)autorizzazione delle controparti centrali della UE che trattano volumi elevati di transazioni in euro in conformità con il [Regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo](#) (European Market Infrastructure Regulation, EMIR). L'Eurosistema ha inoltre contribuito alla stesura dei requisiti tecnici per il [Regolamento sugli SDA](#) (CSD Regulation, CSDR). Nel 2014 è proseguita la valutazione del sistema T2S rispetto ai principi di sorveglianza, che verrà conclusa prima dell'avvio di T2S nel giugno 2015.

Nel 2014 anche gli strumenti di pagamento sono stati oggetto di iniziative di sorveglianza volte a rafforzarne la sicurezza. L'Eurosistema ha portato a termine la valutazione di 23 schemi di carte di pagamento internazionali e delle maggiori carte nazionali operanti nell'area dell'euro rispetto al quadro armonizzato per la sorveglianza sugli schemi di carte di pagamento in ambito Eurosistema. In gran parte dei casi gli schemi delle carte sono risultati conformi o sostanzialmente confacenti ai criteri di sorveglianza e l'Eurosistema ha avviato un confronto con gli operatori di tali schemi per discutere le questioni ancora aperte. Nel novembre 2014 la BCE ha inoltre pubblicato due guide per la valutazione degli [schemi di addebito diretto](#) (direct debit schemes) e degli [schemi di bonifico](#) (credit transfer schemes) rispetto ai requisiti di sorveglianza definiti per tali strumenti di pagamento.

Infine, le autorità di sorveglianza dell'Eurosistema hanno continuato a dare il proprio contributo alle attività del Forum europeo sulla sicurezza dei pagamenti al dettaglio (European Forum for the Security of Retail Payments, SecuRe Pay), un consesso per la cooperazione volontaria tra l'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) e il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) nel ruolo di autorità di regolamentazione, supervisione o sorveglianza.

## 2 Servizi finanziari ad altre istituzioni

### 2.1 La gestione delle operazioni di assunzione e concessione di prestiti

Nel 2014 la BCE ha continuato a essere 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)<sup>37</sup>, del Meccanismo Europeo di Stabilizzazione Finanziaria (MESF)<sup>38</sup>, della European Financial Stability Facility (EFSF)<sup>39</sup> e del Meccanismo europeo di stabilità (MES)<sup>40</sup>. Ai sensi degli articoli 17 e 21 dello Statuto del SEBC (in connessione con l'articolo 5.12.1 delle Condizioni generali del MES per gli accordi relativi allo strumento di sostegno finanziario). Nel quadro dell'MTFA la BCE ha curato il pagamento degli interessi per 11 prestiti nel 2014. Al 31 dicembre 2014 l'importo totale in essere nell'ambito di tale strumento ammontava a 8,4 miliardi di euro. Nel quadro del MESF, la BCE ha curato i pagamenti, o pagamenti di interessi, per 21 prestiti nel 2014 e l'ammontare totale in circolazione al 31 dicembre 2014 era pari a 46,8 miliardi di euro. Per conto dell'EFSF la BCE ha eseguito quattro operazioni di pagamento ai paesi beneficiari (Portogallo e Grecia) e diverse operazioni di pagamento di interessi e commissioni sui prestiti. Per conto del MES la BCE ha curato 26 pagamenti sotto forma di contributi dei membri del MES o in relazione ai paesi beneficiari (Cipro e Spagna).

Infine, la BCE ha continuato a curare il trattamento di tutti i pagamenti relativi all'accordo di prestito a favore della Grecia.<sup>41</sup> Al 31 dicembre 2014 il saldo in essere era pari a 52,9 miliardi di euro.

### 2.2 I servizi di gestione delle riserve offerti dall'Eurosistema

Nel 2014 è proseguita l'offerta di un'ampia gamma di servizi finanziari in applicazione del quadro di riferimento per i servizi di gestione delle riserve offerti 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'intero ventaglio

<sup>37</sup> 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.

<sup>38</sup> 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 e dell'articolo 8 del Regolamento (UE) n. 407/2010 del Consiglio dell'11 maggio 2010.

<sup>39</sup> Ai sensi degli articoli 17 e 21 dello Statuto del SEBC (in connessione con l'articolo 3, paragrafo 5, dell'accordo quadro per l'EFSF).

<sup>40</sup> Ai sensi degli articoli 17 e 21 dello Statuto del SEBC (in connessione con l'articolo 5.12.1 dei termini generali del MES per gli accordi sullo strumento di assistenza finanziaria).

<sup>41</sup> 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 Banca di Grecia 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 riguardante la gestione dei prestiti cumulativi bilaterali a favore della Repubblica ellenica e che modifica la Decisione BCE/2007/7.

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, garantendo l'ordinato funzionamento di tale assetto, e riferisce al Consiglio direttivo.

Il numero di clienti che hanno usufruito di questi servizi dell'Eurosistema è stato pari a 296 nel 2014, a fronte di 300 nel 2013. Con riferimento ai servizi stessi, nel corso del 2014 le attività totali aggregate (incluse attività liquide e titoli) gestite nell'ambito dell'ERMS sono diminuite di circa l'8% rispetto al volume di fine 2013.

Quando il tasso sui depositi presso la banca centrale è divenuto negativo, la domanda di servizi di cassa offerti in tale ambito è fortemente diminuita. A fine luglio 2014 il dato nominale aggregato per le attività liquide ha evidenziato un calo di 18 miliardi di euro, a fronte di dati di fine giugno 2014 che riflettevano un'accelerazione dei deflussi di liquidità dall'ERMS. Al contempo, le posizioni in titoli denominati in euro mantenute nel quadro dell'ERMS hanno registrato un lieve decremento di 3 miliardi di euro.

Durante la seconda metà del 2014 le attività liquide detenute hanno continuato a diminuire, mentre l'ammontare di titoli detenuti nell'ambito dell'ERMS è costantemente aumentato. Questi trend suggeriscono che, dopo aver valutato l'impatto del tasso negativo sui depositi presso la banca centrale, i clienti hanno adeguato i loro portafogli di conseguenza.

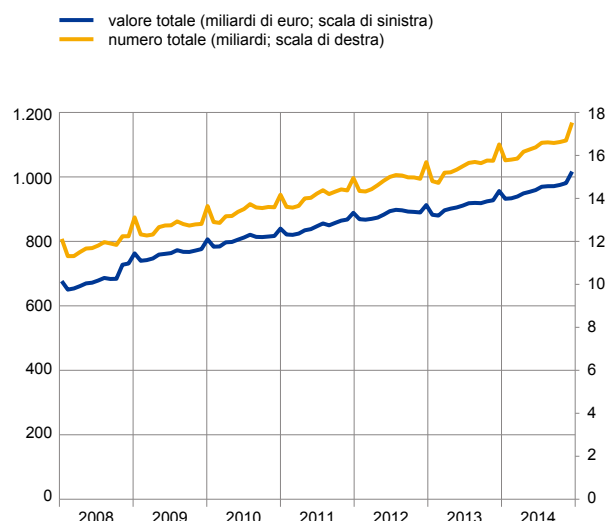
### 3 Le banconote e le monete

La BCE e le BCN dell'area dell'euro hanno la responsabilità per l'emissione delle banconote in euro all'interno dell'UE e per il mantenimento della fiducia nella moneta.

#### 3.1 La circolazione delle banconote e delle monete

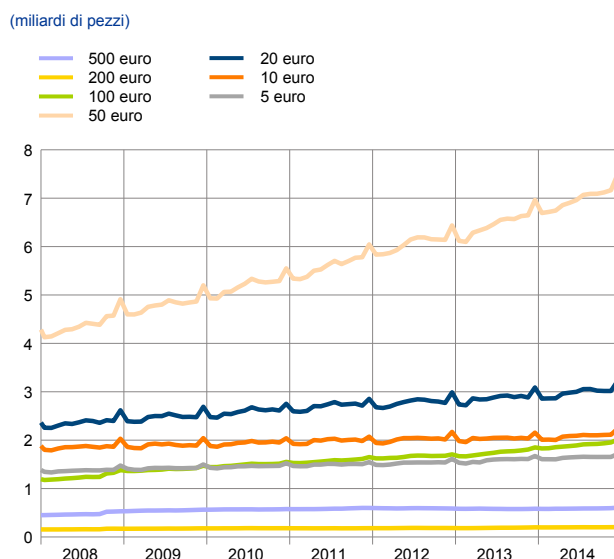
Nel 2014 sia il numero sia il valore delle **banconote in euro in circolazione** sono aumentati di circa il 6 per cento. Alla fine dell'anno le banconote in euro in circolazione ammontavano a 17,5 miliardi, per un valore complessivo di 1.016,5 miliardi di euro (cfr. figure 30 e 31). La **produzione di banconote in euro** è il risultato della collaborazione tra le BCN, che nel 2014 sono state responsabili della produzione di 8,3 miliardi di biglietti.

**Figura 30**  
Numero e valore delle banconote in circolazione



Fonte: BCE.

**Figura 31**  
Numero delle banconote in euro in circolazione per taglio



Fonte: BCE.

Si stima che in termini di valore circa un quarto delle banconote in euro in circolazione sia detenuto al di fuori dell'area dell'euro, prevalentemente in paesi confinanti.

Nel 2014 i trasferimenti netti di banconote in euro dalle istituzioni finanziarie alle regioni esterne all'area sono aumentati del 146 per cento, ossia di 19 miliardi. I biglietti in euro, soprattutto i tagli più elevati, sono detenuti al di fuori dell'area come riserva di valore e per il regolamento delle transazioni sui mercati internazionali.

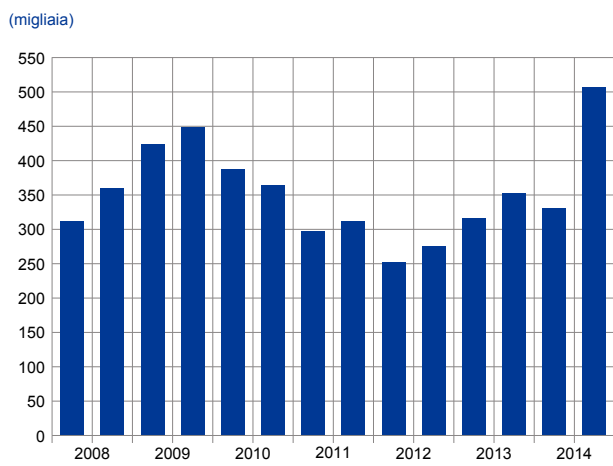
Nel 2014 il numero totale di monete in euro in circolazione è aumentato del 4,6 per cento, raggiungendo i 110,9 miliardi. Alla fine del 2014 il valore delle monete in circolazione è stato pari a 25,0 miliardi di euro, con un incremento del 3,2 per cento rispetto alla fine del 2013.

Nel 2014 le BCN dell'area dell'euro hanno controllato l'autenticità e l'idoneità alla circolazione di circa 33,6 miliardi di banconote, ritirandone dalla circolazione circa 5,9 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 i macchinari utilizzati dai gestori del contante per verificare l'autenticità e l'idoneità delle banconote in euro prima di rimetterle in circolazione. Nel 2014 circa il 40 per cento del numero totale di banconote in euro rimesse in circolazione è stato controllato dai gestori del contante utilizzando tali macchinari.

### 3.2 Contraffazione delle banconote in euro

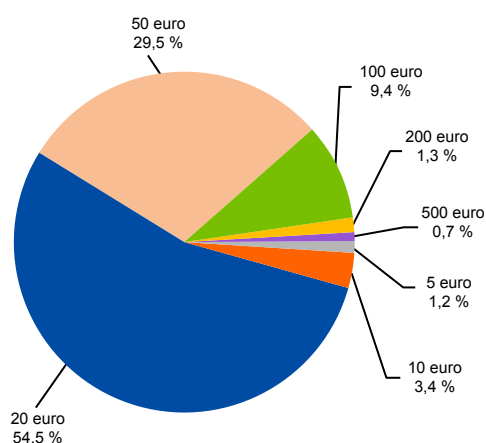
Nel 2014 l'Eurosistema ha ritirato dalla circolazione circa 838.000 banconote in euro contraffatte. Rispetto al numero di biglietti autentici in circolazione, la quota di falsi rimane su livelli molto contenuti. La figura 32 mostra l'andamento di lungo periodo del numero di falsi ritirati dalla circolazione. L'attività di contraffazione tende a concentrarsi sui tagli da 20 e 50 euro, che nel 2014 hanno rappresentato rispettivamente il 54,5 e il 29,5 per cento di tutti i falsi. L'incremento del numero totale di falsi nella seconda metà del 2014 è stato determinato in primo luogo da un aumento dei biglietti falsi da 20 euro. La figura 33 fornisce ulteriori dettagli sui dati disaggregati per taglio.

**Figura 32**  
Numero di banconote in euro contraffatte ritirate dalla circolazione



Fonte: BCE.

**Figura 33**  
Scomposizione per taglio delle banconote in euro contraffatte nel 2014



Fonte: BCE.

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 mai a una sola caratteristica di sicurezza. Inoltre, con frequenza regolare si organizzano corsi di formazione per gestori professionali del contante, sia all'interno che all'esterno dell'UE, e viene divulgato

materiale informativo aggiornato a sostegno della lotta alla contraffazione condotta dall'Eurosistema. La BCE persegue tale obiettivo anche in collaborazione con l'Europol, l'Interpol e la Commissione europea.

### 3.3 La seconda serie di banconote in euro

Il 23 settembre 2014 è entrata in circolazione una nuova banconota da 10 euro, il secondo taglio della [serie Europa](#) a essere introdotto. Il nuovo biglietto da 10 euro, così come quello da 5 euro emesso nel maggio 2013, presenta accresciute caratteristiche di sicurezza, incluso un ritratto di Europa, una figura della mitologia greca, visibile in filigrana e nell'ologramma. In vista dell'introduzione del nuovo biglietto da 10 euro, la BCE e le BCN dell'area hanno condotto una campagna di informazione sulla nuova banconota e sulle sue caratteristiche rivolta sia al pubblico sia ai gestori professionali del 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.

Nel dicembre 2014 il Consiglio direttivo ha deciso che la nuova banconota da 20 euro entrerà in circolazione il 25 novembre 2015. Le altre banconote della serie Europa verranno introdotti gradualmente nell'arco di diversi anni in ordine di taglio crescente.

## 4 Statistiche

La BCE, assistita dalle BCN, sviluppa, raccoglie, redige e pubblica un ampio insieme di statistiche che sono importanti per supportare la politica monetaria dell'area dell'euro, le funzioni di vigilanza della BCE, vari altri compiti del SEBC, nonché le funzioni del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS). Tali statistiche sono utili anche per le autorità pubbliche, gli operatori dei mercati finanziari, i mezzi di informazione e il pubblico in generale.

Nel 2014 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 applicare i nuovi standard internazionali in tutte le statistiche della BCE, migliorando l'accessibilità dei dati del SEBC, la disponibilità e la qualità dei dati granulari, nonché costituendo un nuovo quadro di raccolta a supporto delle responsabilità aggiuntive della BCE in materia di vigilanza bancaria (cfr. la sezione 3 del capitolo 1).

### 4.1 Statistiche nuove e più esaustive

Dall'ottobre 2014 il SEBC ha iniziato a produrre in base ai nuovi standard internazionali ed europei le statistiche relative alla contabilità nazionale e alla bilancia dei pagamenti, un processo svolto in coordinamento con l'Eurostat e con il Sistema statistico europeo (SSE) che copre un'ampia gamma di statistiche del SEBC e dell'SSE. L'attuazione del Sistema europeo dei conti 2010 (SEC 2010) e il rilascio della sesta edizione del "Manuale della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero" dell'FMI (BPM6) hanno determinato un miglioramento delle scritture contabili delle transazioni finanziarie e non finanziarie e dei bilanci in un'economia che diventa sempre più globalizzata e interconnessa.

### 4.2 Altri sviluppi in ambito statistico

Il SEBC ha mantenuto inalterato l'impegno a migliorare la disponibilità e la qualità delle statistiche utilizzando basi di microdati nuove e significativamente migliorate, in quanto garantiscono maggiore flessibilità in risposta alle esigenze degli utenti e contribuiscono a minimizzare gli oneri per i soggetti segnalanti.

Nel febbraio 2014 la BCE ha adottato un atto giuridico<sup>42</sup> che definisce il lavoro preparatorio in vista dell'attuazione graduale di uno schema di lungo termine per la raccolta di dati granulari sul credito, ossia dati sulle esposizioni creditizie degli istituti di credito o di altre istituzioni finanziarie erogatrici di prestiti nei confronti dei prenditori, sulla base di requisiti di segnalazione statistica armonizzati della BCE. Sono in corso lavori per i requisiti finali e per stabilire la tempistica finale dell'attuazione.

---

<sup>42</sup> La Decisione BCE/2014/6 del 24 febbraio 2014 relativa all'organizzazione delle misure preparatorie per la raccolta di dati granulari sul credito da parte del Sistema europeo di banche centrali e la connessa Raccomandazione BCE/2014/7.

Nel novembre 2014 la BCE ha adottato un regolamento sulla raccolta di statistiche sul mercato monetario. Tale regolamento definisce, in relazione a vari segmenti del mercato monetario, la segnalazione da parte degli istituti di credito delle loro transazioni individuali giornaliere con altre IFM, con altre istituzioni finanziarie non bancarie e le amministrazioni pubbliche, nonché delle transazioni all'ingrosso con società non finanziarie.

Altre importanti basi di microdati hanno continuato a fornire supporto alla produzione di statistiche nel 2014. Le informazioni per singolo titolo contenute nell'archivio centralizzato sui titoli (Centralised Securities Database) hanno supportato la produzione di nuovi indicatori statistici mensili sull'emissione di titoli di debito e sul servizio del debito dei governi dell'UE che sono stati pubblicati nel novembre 2014. Analogamente, la nuova banca dati sui singoli titoli detenuti dai settori istituzionali nonché dai maggiori singoli gruppi bancari è stata alimentata da fine 2013 dai dati raccolti dal SEBC e dovrebbe svolgere un ruolo cruciale nel migliorare la copertura e la qualità delle statistiche sui titoli.

Nel novembre 2014 la BCE ha adottato un nuovo regolamento<sup>43</sup> sulle statistiche relative alle compagnie assicurative, che consente in sostanza alla BCE di riutilizzare con finalità di politica monetaria e di stabilità finanziaria i dati raccolti dalle autorità di vigilanza tramite gli schemi di segnalazione delle informazioni quantitative di Solvency II.

Nel 2014 la BCE ha continuato a fornire supporto statistico al CERS. Tra le altre cose, ha presieduto il Contact Group on Data che coordina tale lavoro statistico riunendo le Autorità di vigilanza europee nonché i rappresentanti dei paesi membri del Comitato direttivo del CERS.

A livello internazionale, la BCE riveste un ruolo attivo in qualità di co-presidente del Comitato per il coordinamento delle attività statistiche, che promuove il coordinamento tra agenzie e la coerenza delle prassi statistiche, e quale vicepresidente dell'Irving Fisher Committee on Central Banking Statistics, che contribuisce all'avanzamento delle statistiche delle banche centrali in tutto il mondo. Inoltre, il SEBC ha svolto un ruolo di primo piano nel lancio a novembre 2014 dello Special Data Dissemination Standard Plus, la terza e più alta componente delle Data Standards Initiatives dell'FMI, con sette Stati membri dell'UE fra i nove paesi che componevano il primo gruppo di aderenti all'iniziativa. Questo successo riflette i continui sforzi del Comitato per le statistiche del SEBC per migliorare e ampliare la base delle statistiche economiche e finanziarie europee.

### 4.3 Accessibilità delle statistiche: principali tappe nel 2014

Nell'ottobre del 2014 la BCE ha lanciato un nuovo sito Internet chiamato "[Le nostre statistiche](#)" volto ad agevolare l'accesso e il riutilizzo delle principali disaggregazioni e statistiche nazionali dell'area dell'euro mediante visualizzazioni grafiche. Una delle funzioni che offre è la possibilità di condividere le rappresentazioni grafiche e integrarle in altri siti Internet e mezzi di comunicazione sociale.

---

<sup>43</sup> Regolamento BCE/2014/50 sugli obblighi di segnalazione statistica delle imprese di assicurazione.

Inoltre, nel dicembre 2014 è stata resa disponibile una nuova app per tablet chiamata “ECBstatsApp” che fornisce agli utenti di tablet <sup>44</sup> un agevole accesso alle statistiche pubblicate nello Statistical Data Warehouse della BCE in diversi formati, come tabelle, grafici e mappe. La BCE ha altresì lanciato un nuovo [servizio web](#) che consente agli utenti professionali e privati di scaricare automaticamente ampi volumi di statistiche nei propri sistemi di dati frequentemente.

---

<sup>44</sup> L'applicazione è disponibile per [tablet Android](#) e per [iPad](#).

## 5 La ricerca economica

Una delle caratteristiche distintive delle banche centrali è quella di avere una lunga tradizione di politiche monetarie fondate su solide basi scientifiche. Nei periodi di incertezza e cambiamento, come quelli che stiamo vivendo, è importante che la ricerca faccia passi avanti fornendo le basi per condurre politiche monetarie innovative. Nel 2014 la BCE ha continuato a compiere notevoli progressi in tal senso.

### 5.1 I nuclei di ricerca della BCE

La ricerca economica viene condotta dalla BCE nel quadro di 11 gruppi di ricerca distribuiti all'interno dell'intera banca che affrontano vari argomenti rilevanti in materia di policy. Nel 2014 la ricerca si è incentrata su cinque aree principali: a) l'instabilità finanziaria e le politiche macroprudenziali; b) la trasmissione monetaria, con particolare riferimento alle politiche monetarie non convenzionali; c) i cambiamenti nella struttura economica e finanziaria dall'inizio della crisi e le ripercussioni sulla crescita; d) le interazioni tra le politiche monetarie, di bilancio e di vigilanza a fronte dei mutamenti del quadro istituzionale dell'UE (specie l'istituzione del Meccanismo di vigilanza unico); ed e) le previsioni, le analisi di scenario e i meccanismi di sorveglianza a livello nazionale.

Importanti risultati sono emersi in particolare dalle ricerche sull'efficacia delle misure non convenzionali nell'area dell'euro. Ad esempio, le evidenze raccolte in concomitanza con gli annunci delle operazioni definitive monetarie suggeriscono che tali annunci avrebbero avuto un impatto positivo sul PIL e sul credito nei paesi soggetti a tensioni. Anche le modifiche ai requisiti di idoneità delle garanzie, introdotte dal programma di crediti aggiuntivi del febbraio 2012, insieme alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, avrebbero sostenuto l'economia riducendo i rendimenti sulle attività rilevanti (prestiti societari) e stimolandone l'acquisto. Inoltre, l'analisi dei possibili effetti di un programma di acquisto di attività indica che tale programma può essere utile per la gestione dei rischi per la stabilità dei prezzi anche nelle circostanze in cui non vi sia grave instabilità finanziaria. Gli acquisti di attività con premi di rendimento più elevati sembrano più efficaci per sostenere l'economia, ma potrebbero esporre a maggiori rischi la banca centrale.

Nel 2014 è stata sviluppata un'ampia gamma di modelli e strumenti nell'ambito delle varie aree di ricerca menzionate in precedenza. Uno di tali strumenti valuta il rischio di un disancoraggio delle attese di inflazione imputabile alla propagazione dei movimenti delle aspettative a breve termine su quelle a lungo termine. I risultati per l'area dell'euro suggeriscono che tale rischio è aumentato sensibilmente verso gennaio del 2014 ed è rimasto elevato fino alla fine dell'anno.

## 5.2 Le reti di ricerca dell'Eurosistema/SEBC

Le reti di ricerca dell'Eurosistema/SEBC hanno continuato a fornire un contributo significativo nel 2014<sup>45</sup>. In giugno è stato raggiunto un traguardo importante con la conclusione dei lavori della Rete di ricerca macroprudenziale (Macroprudential Research Network), istituita nel 2010 per consolidare i fondamenti analitici della nuova area della politica macroprudenziale<sup>46</sup>. Uno dei principali contributi della rete è stato lo sviluppo di una serie di modelli macroeconomici in grado di cogliere fenomeni di instabilità finanziaria, di fatto assenti nella letteratura economica antecedente la crisi. Questi sviluppi offrono gli strumenti necessari per condurre un'analisi efficace delle politiche macroprudenziali, come nel caso di un nuovo modello che incorpora le insolvenze bancarie e consente di valutare sia i benefici sia i costi relativi alla regolamentazione sull'adeguatezza patrimoniale. La rete ha elaborato anche un indicatore coincidente dell'instabilità finanziaria sistemica, ossia l'indicatore composito delle tensioni sistemiche, ora ampiamente utilizzato, e diversi modelli di allerta precoce per le crisi bancarie sistemiche, che confermano il ruolo rilevante dell'espansione del credito e della leva finanziaria. Infine, la rete di ricerca ha utilizzato, in collaborazione con gli esperti in sistemi di pagamento, i dati ricavati dal sistema Target2 relativi al mercato monetario dei depositi privi di garanzia. I dati possono essere utilizzati per calcolare gli indicatori e valutare gli andamenti del mercato monetario in euro, in particolare i rischi di contagio internazionale fra istituti di credito e gli aspetti di rilevanza sistemica delle banche. È stato riscontrato che gli effetti del rischio bancario e della liquidità in eccesso fornita dall'Eurosistema sull'attività del mercato interbancario dipendono essenzialmente dalla solidità dei conti pubblici dei paesi in cui risiedono le banche debentrici.

Una seconda rete di ricerca, la Rete di ricerca sulla competitività (Competitiveness Network, CompNet), ha elaborato un nuovo archivio basato sui bilanci delle società non finanziarie. In tale contesto un risultato che assume grande rilievo è l'“effetto risanante”, nonostante il calo occupazionale, che la recente crisi avrebbe avuto sulle economie dell'UE, in quanto avrebbe velocizzato la riallocazione delle risorse verso le imprese più produttive, specialmente nelle economie sottoposte a tensioni. Inoltre, per effetto della crisi il numero di imprese sottoposte a vincoli finanziari sarebbe aumentato in misura diversa nei vari paesi e in linea con la distribuzione della produttività, considerando che le imprese più produttive non avrebbero risentito del razionamento del credito.

Una terza rete di ricerca, sui finanziamenti e sui consumi delle famiglie (Household Finance and Consumption Network), si è focalizzata sull'analisi dei dati ricavati dall'indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie condotta dall'Eurosistema. Le ricerche hanno riguardato la fragilità finanziaria delle famiglie nell'area dell'euro, gli effetti distributivi dell'inflazione e della politica monetaria, le differenze tra paesi nella distribuzione della ricchezza delle famiglie e la recente evoluzione di ricchezza, reddito e servizio del debito. Una risultanza significativa è che, sebbene il rapporto

<sup>45</sup> Per informazioni dettagliate su ciascuna rete di ricerca, cfr. il [sito Internet della BCE](#).

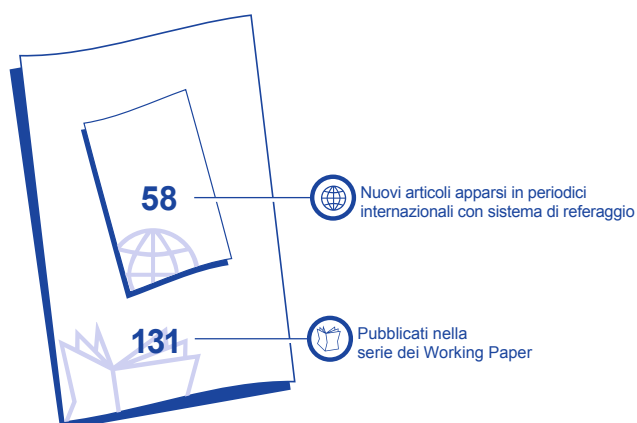
<sup>46</sup> Una sintesi completa dei risultati e delle conclusioni della rete di ricerca è reperibile nel [rapporto finale](#). La BCE è coinvolta nella politica macroprudenziale in virtù del suo ruolo nel Comitato europeo per il rischio sistemico (cfr. la sezione 3.3 del capitolo 1) e tramite le competenze macroprudenziali del Meccanismo di vigilanza unico (cfr. la sezione 3 del capitolo 1).

tra il servizio del debito ipotecario e il reddito delle singole famiglie sia generalmente diminuito dopo la crisi, tale flessione è stata controbilanciata dall'incremento della disoccupazione e dal risultante calo del reddito.

Infine, è stata ricostituita una precedente rete del SEBC, la Wage Dynamics Network, per condurre una terza edizione dell'indagine sulle politiche di prezzo e di salario delle imprese. Tale edizione mira a determinare gli interventi correttivi adottati dalle imprese in risposta alla crisi e a valutare in che misure le recenti riforme del mercato del lavoro hanno influenzato tali interventi. I dati delle indagini sono stati raccolti e gli studi a livello nazionale sono in corso.

## 5.3 Conferenze e pubblicazioni

### Working Papers della BCE nel 2014



La BCE ha continuato ad adoperarsi nell'organizzazione di eventi di ricerca. Oltre a un ampio numero di Invited Speaker Seminar, la BCE ha ospitato e/o contribuito a organizzare diverse conferenze di alto livello. Alcuni eventi importanti sono: l'[ECB Forum on Central Banking](#) a Sintra, la [conferenza conclusiva della Macro-prudential Research Network](#) e l'[International Research Forum on Monetary Policy](#).

La produzione scientifica della BCE è stata in gran parte pubblicata. Nel complesso, sono stati pubblicati 131 nuovi studi nella Working Paper Series della BCE nel 2014, e 58 contributi della BCE sono apparsi su riviste scientifiche internazionali.

## 6 Attività e obblighi giuridici

Nel 2014 la BCE ha adottato una serie di atti e strumenti giuridici nell'ambito della politica monetaria e delle funzioni di banca centrale e per quanto riguarda le competenze di vigilanza assunte di recente. La BCE ha altresì 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. Inoltre, la BCE ha partecipato a diversi procedimenti giudiziari dinanzi agli organi giurisdizionali europei.

### 6.1 Evoluzione giuridica legata all'istituzione dell'MVU

Nel quadro delle sue nuove competenze di vigilanza, la BCE nel 2014 ha adottato numerosi atti giuridici legati all'istituzione dell'MVU, la maggior parte dei quali è discussa nel Rapporto annuale della BCE sulle attività di vigilanza del 2014. In una prospettiva istituzionale, gli atti giuridici relativi all'istituzione dell'MVU enunciati di seguito sono di particolare rilevanza.

In linea con l'articolo 25 del [regolamento sull'MVU](#), oltre alle misure già intraprese in merito alla separazione tra le funzioni di politica monetaria e le funzioni di vigilanza ai sensi dell'articolo 25, il Consiglio direttivo ha adottato una [decisione sulla separazione](#)<sup>46</sup>. Tale decisione contiene, nello specifico, disposizioni in materia di segreto professionale e scambio di informazioni tra i due settori funzionali. La decisione è entrata in vigore il 18 ottobre 2014.

La [decisione sulla cooperazione stretta](#)<sup>47</sup> della BCE è stata adottata dal Consiglio direttivo ed è entrata in vigore il 27 febbraio 2014. In base all'articolo 7 del regolamento sull'MVU, secondo il quale gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro possono partecipare all'MVU in un regime di cooperazione stretta, tale decisione stabilisce gli aspetti procedurali della cooperazione stretta tra la BCE e le autorità competenti degli Stati membri partecipanti.

Il Consiglio direttivo ha modificato il Regolamento interno della BCE il 22 gennaio 2014<sup>48</sup> al fine di definire nello specifico la relazione tra il Consiglio direttivo e il Consiglio di vigilanza ai sensi del regolamento sull'MVU. La [nuova versione](#) del Regolamento stabilisce, in particolare, le modalità di interazione tra il Consiglio direttivo e il Consiglio di vigilanza nell'ambito della procedura di non obiezione, in base alla quale i progetti di decisione del Consiglio di vigilanza si riterranno adottati qualora il Consiglio direttivo non muova obiezioni entro un termine stabilito, non superiore a dieci giorni lavorativi. Inoltre, alcune norme che disciplinano le procedure del Consiglio di vigilanza sono state integrate al

<sup>46</sup> Decisione BCE/2014/39, del 17 settembre 2014, sull'attuazione della separazione tra le funzioni di politica monetaria e le funzioni di vigilanza della Banca centrale europea, GU L 300 del 18.10.2014, pag. 57.

<sup>47</sup> Decisione BCE/2014/5, del 31 gennaio 2014, sulla cooperazione stretta con le autorità nazionali competenti degli Stati membri partecipanti la cui moneta non è l'euro, GU L 198 del 5.7.2014, pag. 7.

<sup>48</sup> Decisione BCE/2014/1, del 22 gennaio 2014, che modifica la Decisione BCE/2004/2 che adotta il regolamento interno della Banca centrale europea, GU L 95 del 29.3.2014, pag. 56.

Regolamento interno della BCE. Il 31 marzo 2014 il Consiglio di vigilanza ha adottato il proprio [Regolamento interno](#)<sup>49</sup> previa consultazione del Consiglio direttivo. Tale Regolamento è complementare al Regolamento interno della BCE e include altresì disposizioni in merito alla composizione del Comitato direttivo.

Ai sensi del regolamento sull'MVU, il Consiglio direttivo è tenuto a elaborare e pubblicare un codice di condotta per il personale e i dirigenti della BCE coinvolti nella vigilanza bancaria. La BCE ha adottato norme di comportamento deontologico nell'ambito di una revisione generale del quadro etico applicabile a tutto il personale della BCE. Tali norme sono entrate in vigore il 1° gennaio 2015 e tengono conto del requisito previsto dal regolamento sull'MVU in base al quale devono essere istituiti e mantenuti procedure generali e formali e periodi proporzionati per valutare in anticipo, e prevenire, eventuali conflitti di interessi derivanti dall'assunzione di impieghi successivi da parte di membri del personale della BCE coinvolti in attività di vigilanza. Poiché esistono codici di condotta sia per il Comitato esecutivo sia per il Consiglio direttivo, si è deciso che anche per il Consiglio di vigilanza ne occorre uno distinto. Tale codice di condotta è stato approvato dal Consiglio di vigilanza il 12 novembre 2014 ed è entrato in vigore il 13 novembre 2014. Il suo obiettivo è di fornire un quadro generale di rigorosi standard etici che i membri del Consiglio di vigilanza e altri partecipanti alle riunioni del Consiglio di vigilanza devono osservare, nonché di stabilire procedure concrete per gestire, ad esempio, possibili conflitti di interessi.

## 6.2 Partecipazione della BCE a procedimenti giudiziari a livello dell'UE

La BCE ha inoltre partecipato a vari procedimenti giudiziari a livello dell'UE. Il 6 febbraio 2014 la Corte di giustizia dell'Unione europea ha respinto l'impugnazione di Gabi Thesing e Bloomberg Finance LP avverso la BCE nella causa C28/13 P. La decisione del Tribunale dell'Unione europea nella sua sentenza del 29 novembre 2012, in base alla quale la BCE ha validamente rifiutato l'accesso a due documenti interni riguardanti il disavanzo pubblico e il debito pubblico della Grecia, è stata confermata. Gli organi giurisdizionali europei hanno convenuto con la difesa della BCE che la divulgazione di tali documenti avrebbe arrecato un pregiudizio effettivo e concreto alla tutela dell'interesse pubblico in relazione alla politica economica dell'UE e della Grecia e che il rischio di arrecare tale pregiudizio era ragionevolmente prevedibile e non puramente ipotetico. Il Tribunale ha riconosciuto alla BCE un ampio margine di discrezionalità nel valutare se la divulgazione di documenti della BCE arrechi pregiudizio all'interesse pubblico per quanto riguarda la politica economica, finanziaria o monetaria dell'UE o di uno Stato membro.

Mediante, fra l'altro, ricorso costituzionale, le operazioni definitive monetarie descritte in un comunicato stampa della BCE del 6 settembre 2012 sono state promosse dinanzi alla Corte costituzionale federale tedesca. Dopo un'udienza nel giugno 2013, la suddetta corte costituzionale ha deciso il 14 gennaio 2014 di adire la Corte di

---

<sup>49</sup> Regolamento interno del Consiglio di vigilanza della Banca centrale europea, GU L 182 del 21.6.2014, pag. 56.

giustizia dell'Unione europea in via pregiudiziale sulla base di una serie di domande sull'interpretazione di diverse disposizioni del diritto dell'UE. Di conseguenza, la Corte di giustizia ha tenuto un'udienza il 14 ottobre 2014; l'avvocato generale della Corte di giustizia ha reso il suo parere il 14 gennaio 2015 e la pronuncia pregiudiziale della Corte di giustizia può essere attesa nella prima metà del 2015. In funzione della pronuncia pregiudiziale, la Corte costituzionale federale tedesca emanerà la sua sentenza definitiva sulla compatibilità delle operazioni definitive monetarie con la costituzione tedesca.

Nel corso del 2014 numerosi depositanti e azionisti di enti creditizi ciprioti hanno avviato azioni giudiziarie contro la BCE e altre istituzioni dell'UE chiedendo il risarcimento dei danni e/o l'annullamento di atti da essi ritenuti determinanti nel cagionare la ristrutturazione di tali enti creditizi nell'ambito del programma di assistenza finanziaria per Cipro. Il Tribunale ha respinto 12 di queste cause in toto dichiarandole inammissibili. Il coinvolgimento della BCE nel processo che ha condotto alla concessione del programma di assistenza finanziaria si è limitato alla fornitura di consulenza tecnica ai sensi del Trattato che istituisce il Meccanismo europeo di stabilità, agendo in raccordo con la Commissione europea, e all'emissione di un parere non vincolante sul progetto di legge cipriota di risoluzione delle crisi<sup>50</sup>.

Nel 2014 sono proseguiti i contenziosi dei detentori di titoli di Stato greci contro la BCE. I ricorrenti dichiaravano di aver subito perdite finanziarie e di essere stati privati dei diritti fondamentali di proprietà e libertà economica in seguito all'emanazione di norme da parte del Parlamento greco nel febbraio 2012 che hanno condotto alla parziale ristrutturazione del debito sovrano greco. Il ruolo generale della BCE nel contesto di tale ristrutturazione era prettamente consultivo e rientrava nei limiti del suo mandato ai sensi del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea. Il Tribunale si è già pronunciato a favore della BCE nell'ambito di una controversia con detentori di titoli di Stato greci, dato che questi ultimi hanno omesso di stabilire un interesse diretto e individuale, condizione essenziale per l'ammissibilità di ogni azione. Non è stato presentato alcun ricorso presso la Corte di giustizia.

### 6.3 Pareri della BCE e casi di inottemperanza

L'articolo 127, paragrafo 4, e l'articolo 282, paragrafo 5, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea dispongono che la BCE sia consultata in merito a qualsiasi proposta di atto dell'UE o progetto di legge nazionale che rientri nelle sue competenze<sup>51</sup>. Tutti i pareri della BCE sono pubblicati nel [sito web della BCE](#); quelli relativi a proposte di legge comunitarie sono pubblicati anche nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea.

<sup>50</sup> Cfr. la causa T-289/13, Ledra Advertising/Commissione e BCE, 2014, punto 45.

<sup>51</sup> Il Regno Unito è esentato dall'obbligo di consultazione, in conformità con il Protocollo su talune disposizioni relative al Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord, che è allegato al Trattato, GU C 83 del 30.3.2010, pag. 284.

Nel 2014 la BCE ha formulato 11 pareri su proposte legislative dell'UE e 81 pareri su progetti legislativi nazionali che rientravano nella sua sfera di competenze.

Un elevato numero di consultazioni richieste dalle autorità nazionali ha riguardato misure relative alla stabilità dei mercati finanziari<sup>52</sup>. La BCE ha formulato pareri in relazione, tra l'altro, a contratti di credito al consumo denominati in fiorini o in valuta estera conclusi da privati in Ungheria<sup>53</sup>, un progetto di legge per istituire una commissione per il rischio sistemico in Lussemburgo<sup>54</sup>, un progetto di legge per istituire un quadro giuridico particolare per il trattamento delle attività fiscali differite di società e imprese pubbliche, compresi gli enti creditizi, assoggettate all'imposta sul reddito delle società<sup>55</sup>, misure di accompagnamento al regolamento sull'MVU in Austria<sup>56</sup>, un quadro di riferimento per la risoluzione delle crisi di enti creditizi ed enti di altra natura<sup>57</sup>, l'attuazione della direttiva sul risanamento e la risoluzione delle crisi nel settore bancario<sup>58</sup> e l'accesso del pubblico a informazioni specifiche concernenti i crediti in sofferenza di talune banche<sup>59</sup>.

Nell'ambito dell'indipendenza della banca centrale, la BCE ha espresso pareri, tra l'altro, su disposizioni legislative inerenti la retribuzione dei membri degli organi decisionali di una BCN e dei rispettivi dipendenti<sup>60</sup>, sulle modifiche alla governance della Banca d'Italia<sup>61</sup>, sull'utilizzo delle risorse risultanti dalla possibile riduzione del trattamento economico del personale e dei membri degli organi decisionali della Banca d'Italia<sup>62</sup> e sulle norme sul conflitto di interessi per gli alti funzionari del Banco de España<sup>63</sup>.

Altri pareri della BCE hanno riguardato il progetto di legge sull'arrotondamento dei pagamenti denominati in euro in Belgio<sup>64</sup> e le modifiche al regolamento interno del Parlamento slovacco volte ad assicurare la consultazione adeguata e tempestiva della BCE sui progetti di disposizioni legislative proposti dai membri del Parlamento e dalle commissioni parlamentari<sup>65</sup>.

---

<sup>52</sup> Cfr., ad esempio, CON/2014/16, CON/2014/29, CON/2014/39, CON/2014/46, CON/2014/59, CON/2014/60, CON/2014/61, CON/2014/66 e CON/2014/67.

<sup>53</sup> CON/2014/59, CON/2014/72, CON/2014/76, CON/2014/85 e CON/2014/87.

<sup>54</sup> CON/2014/46.

<sup>55</sup> CON/2014/66.

<sup>56</sup> CON/2014/43.

<sup>57</sup> CON/2014/60.

<sup>58</sup> CON/2014/67.

<sup>59</sup> CON/2014/39.

<sup>60</sup> CON/2014/7, CON/2014/12 e CON/2014/38.

<sup>61</sup> CON/2014/19.

<sup>62</sup> CON/2014/38.

<sup>63</sup> CON/2014/22.

<sup>64</sup> CON/2014/6.

<sup>65</sup> CON/2014/54.

Sono stati registrati 25 casi di inottemperanza all'obbligo di consultazione; i casi enunciati di seguito sono considerati chiari e rilevanti<sup>66</sup>.

Le autorità del Belgio non hanno consultato la BCE su una modifica alla legge del 21 dicembre 1994 relativa a varie disposizioni di natura sociale volta a introdurre indicatori complementari ai fini della misurazione della qualità della vita, dello sviluppo del capitale umano, del progresso sociale e della sostenibilità dell'economia interna. Alla Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique è stato imposto l'obbligo di pubblicare nel suo rapporto annuale una sintesi dei risultati degli indicatori complementari compilati dall'istituto di contabilità nazionale.

Sebbene la BCE sia stata consultata dal ministero delle finanze cipriota su talune proposte di modifica alla legge sulla risoluzione delle crisi di enti creditizi ed enti di altra natura, le modifiche sono state votate e tramutate in legge prima che la BCE formulasse il suo parere<sup>67</sup> sulla questione.

La BCE è stata consultata su proposte di modifica alla legge sull'istituzione del Fondo ellenico di stabilità finanziaria. Tuttavia, il Parlamento greco ha adottato le modifiche solo pochi giorni più tardi, prima che la BCE potesse formulare un parere in merito<sup>68</sup>. La seguente legislazione greca non è stata sottoposta alla BCE a fini di consultazione: la legge n. 4281/2014 relativa al ruolo della Bank of Greece nel garantire la conformità al codice di condotta per la gestione del credito in sofferenza al settore privato, la legge sulla ristrutturazione extragiudiziale del debito societario rispetto alle disposizioni delle istituzioni finanziarie<sup>69</sup>, una modifica<sup>70</sup> alla legge n. 3213/2003 che, tra l'altro, ha imposto al governatore, ai vicegovernatori, ai direttori esecutivi e agli amministratori della Bank of Greece l'obbligo di dichiarazione delle attività e la legge n. 4308/2014 sui principi contabili greci e le relative disposizioni che interessano la Bank of Greece. Progetti di disposizioni legislative sulle attività fiscali differite di soggetti giuridici, compresi gli enti creditizi, e le relative modifiche sono stati sottoposti alla BCE a fini di consultazione ma sono stati emanati prima che la BCE adottasse il suo parere in merito.

La BCE non è stata consultata dalle autorità del Lussemburgo sulla legge del 28 luglio 2014 riguardante l'immobilizzazione di azioni e quote societarie emesse in forma di titoli al portatore.

La proposta di legge ungherese su alcune misure relative ai contratti di credito al consumo e quella sulle regole applicabili a particolari contratti di credito al consumo sono state sottoposte alla BCE a fini di consultazione, tuttavia sono state emanate

---

<sup>66</sup> 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.

<sup>67</sup> CON/2014/60.

<sup>68</sup> CON/2014/29.

<sup>69</sup> Le disposizioni pertinenti sono inserite nella legge n. 4307/2014 che recepisce tre decisioni quadro del Consiglio sull'applicazione del principio del mutuo riconoscimento in ambito penale (Gazzetta ufficiale del 15.11.2014, vol. A 246).

<sup>70</sup> Legge sulle misure per il sostegno e la crescita dell'economia greca, sugli aspetti organizzativi del ministero delle finanze e su altre disposizioni (Gazzetta ufficiale dell'8.8.2014, vol. A 160).

poco dopo, prima che la BCE potesse adottare i propri pareri<sup>71</sup>. Analogamente, le autorità dell'Ungheria non hanno lasciato alla BCE tempo sufficiente per formulare i propri pareri su un progetto di legge che istituisce un quadro di riferimento per la risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento, un progetto di legge sulle condizioni generali dei contratti di credito al consumo e un progetto di legge sulla conversione dei prestiti in valuta estera<sup>72</sup>.

Inoltre, sono stati ritenuti esempi di inottemperanza chiara e reiterata i casi di omessa consultazione della BCE da parte di Cipro, Grecia, Ungheria, Irlanda, Italia e Slovenia.

## 6.4 Conformità al divieto di finanziamento monetario e accesso privilegiato

Ai sensi dell'articolo 271, paragrafo d, del Trattato, la BCE ha il compito di accertare il rispetto, da parte delle 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 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 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 2014 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 non tutte le banche centrali nazionali dell'UE hanno in essere politiche di remunerazione dei depositi del settore pubblico pienamente conformi ai limiti massimi previsti<sup>73</sup>. In particolare, alcune BCN devono assicurare che il massimale per la remunerazione dei depositi sia il tasso di interesse overnight sui depositi privi di garanzia anche quando quest'ultimo è negativo.

---

<sup>71</sup> CON/2014/59 e CON/2014/72.

<sup>72</sup> CON/2014/62, CON/2014/85 e CON/2014/87.

<sup>73</sup> Tali limiti sono riportati nella Decisione BCE/2014/8 sul divieto di finanziamento monetario e sulla remunerazione dei depositi delle amministrazioni pubbliche da parte delle banche centrali nazionali e nell'indirizzo BCE/2014/9 sulla gestione di attività e passività nazionali da parte delle banche centrali nazionali, emendato dall'indirizzo BCE/2014/22.

La riduzione da parte della Banc Ceannais na hÉireann / Central Bank of Ireland delle attività collegate alla liquidazione della IBRC rappresenta un passo sulla via necessaria della totale cessione di tali attività. Tuttavia, un piano di vendite più energico, in particolare per le obbligazioni a tasso variabile a lungo termine, attenuerebbe in parte i seri e persistenti dubbi in merito ai rischi di finanziamento monetario.

La Magyar Nemzeti Bank (MNB) ha avviato numerosi programmi non collegati alla politica monetaria, tra cui un programma di investimenti immobiliari, un programma per promuovere la cultura finanziaria e uno di acquisto di opere d'arte e beni culturali ungheresi; inoltre ha assorbito personale precedentemente assunto dall'Autorità di supervisione finanziaria ungherese. Data la loro molteplicità, portata ed entità, questi programmi potrebbero essere considerati potenzialmente in conflitto con il divieto di finanziamento monetario, se visti come un'assunzione di compiti propri dello Stato da parte della MNB o un'attribuzione di vantaggi allo Stato stesso. La BCE terrà sotto stretta osservazione queste operazioni allo scopo di garantire che la loro attuazione non determini un conflitto con il divieto di finanziamento monetario.

## 7 Il contesto istituzionale

### 7.1 L'allargamento dell'area dell'euro

#### L'adozione dell'euro in Lituania: un importante passo avanti nel processo di integrazione europea

Il 23 luglio 2014 il Consiglio dell'Unione europea ha approvato la [decisione](#) relativa all'ingresso della Lituania nell'area dell'euro a partire dal 1° gennaio 2015, ampliando da 18 a 19 il numero dei paesi membri. La decisione è stata adottata sulla base dei rapporti sulla convergenza pubblicati dalla [BCE](#) e dalla [Commissione europea](#) nel giugno del 2013 e ha fatto seguito alle discussioni in seno al Consiglio europeo, a un [parere del Parlamento europeo](#), a una [proposta della Commissione europea](#) e a una [raccomandazione dell'Eurogruppo](#). Lo stesso giorno il Consiglio ha, con [regolamento](#), fissato irrevocabilmente il tasso di conversione fra il litas lituano e l'euro a 3,45280 litas per un euro, corrispondente alla parità centrale tra le due valute durante il periodo di partecipazione della Lituania ai nuovi Accordi europei di cambio (AEC II).

#### Gli aspetti logistici del cambio del segno monetario: un'operazione riuscita

Il 1° gennaio 2015 la Lituania ha adottato l'euro come valuta nazionale. La sostituzione del contante è avvenuta in maniera ordinata e, dopo un periodo di due settimane durante il quale il litas lituano e il contante in euro hanno circolato in parallelo, le banconote e le monete in euro sono divenute le uniche aventi corso legale in Lituania.

La Deutsche Bundesbank, che ha operato come controparte logistica, ha fornito 132 milioni di banconote per un valore di 4,76 miliardi di euro. La Lietuvos bankas, la banca centrale della Lituania, rimborserà tale prestito sotto forma di banconote nel 2016. Essa ha commissionato 370 milioni di monete in euro per un valore di 120,6 milioni di euro alla Zecca lituana.

In termini di valore, il 12 per cento delle banconote in euro prese in prestito e circa il 55 per cento delle monete in euro commissionate sono state distribuite alle banche prima della data di sostituzione affinché queste potessero procedere al caricamento degli ATM e fornire contante in euro ai commercianti al dettaglio e alle altre categorie professionali che operano con il contante. Inoltre, circa 900.000 kit di avvio contenenti ciascuno monete in euro per un valore di 11,59 euro sono stati distribuiti al pubblico allo scopo di ridurre il volume di monete che gli esercenti avrebbero dovuto avere nei primi giorni di gennaio.

Dal 1° gennaio 2015, per un periodo di sei mesi, i litas possono essere cambiati in euro, a titolo gratuito, al tasso di conversione fisso presso tutte le filiali bancarie che offrono servizi di cassa. Molti uffici postali e alcune banche di credito cooperativo hanno offerto lo stesso servizio per 60 giorni dopo la data di sostituzione.

La Lietuvos bankas continuerà a rimborsare le banconote e le monete in litas per un periodo di tempo indeterminato.

## La campagna informativa sull'introduzione dell'euro

La BCE ha collaborato strettamente con la Lietuvos bankas al fine di predisporre una vasta campagna informativa per aiutare i gestori del contante e il pubblico ad acquisire dimestichezza con l'aspetto visivo e le caratteristiche di sicurezza delle banconote in euro e comunicare le informazioni e le date più importanti riguardanti la sostituzione del contante.

Gli strumenti di comunicazione hanno incluso una campagna attraverso i mezzi di informazione comprensiva di [due annunci pubblicitari televisivi](#), inserzioni sulla stampa, pubblicità esterna e online, diverse tipologie di [materiale stampato](#), [pagine Internet dedicate](#) e la Mostra dell'euro organizzata dalla BCE presso il Palazzo dei Granduchi di Lituania a Vilnius dal 23 ottobre 2014 al 5 gennaio 2015. I partecipanti alla campagna di comunicazione (principalmente banche, supermercati, autorità pubbliche e grandi catene di distribuzione) hanno avuto accesso al materiale prodotto dalla BCE, che hanno potuto trasmettere ai rispettivi clienti e dipendenti.

In aggiunta alle misure rivolte al pubblico, il 25 settembre 2014 si è tenuta una [conferenza](#) rivolta a rappresentanti di alto profilo del governo, della società civile e dei mezzi di informazione con la partecipazione del Presidente della BCE, del presidente del Consiglio di amministrazione della Lietuvos bankas, del Vicepresidente della Commissione europea per gli affari economici e monetari e l'euro e del Primo ministro e del ministro delle finanze lituani.

## 7.2 L'integrazione della Lietuvos bankas nell'Eurosistema

### Aspetti legali

Ai sensi dell'articolo 140 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, la BCE ha esaminato lo statuto della Lietuvos bankas e altra legislazione lituana pertinente per verificarne la conformità con l'articolo 131 del Trattato stesso. La BCE ha espresso una valutazione favorevole sulla compatibilità della legislazione lituana con il Trattato e con lo Statuto del SEBC.

Il Consiglio Ecofin ha consultato la BCE sulle sue proposte di modifica dei regolamenti del Consiglio che consentivano l'introduzione dell'euro in Lituania e fissavano il tasso di conversione irrevocabile tra l'euro e il litas lituano. La BCE ha accolto con favore i regolamenti proposti, sottolineando che avrebbero consentito l'adozione dell'euro come valuta nazionale della Lituania, previa abrogazione della deroga per la Lituania in conformità con la procedura prevista dall'articolo 140, paragrafo 2, del Trattato.

La BCE e la Lietuvos bankas hanno predisposto una serie di provvedimenti finalizzati ad assicurare l'integrazione della banca centrale lituana nell'Eurosistema dal 1° gennaio 2015. La BCE ha adottato i provvedimenti necessari a consentire il versamento del capitale residuo e il trasferimento delle riserve ufficiali alla BCE e ha definito lo schema di allocazione delle banconote applicabile dal 1° gennaio 2015. Ai sensi dell'articolo 27.1 dello Statuto del SEBC, il Consiglio direttivo ha adottato una raccomandazione concernente i revisori esterni del bilancio annuale della Lietuvos

bankas a partire dall'esercizio finanziario 2015. La BCE ha inoltre rivisto il proprio quadro giuridico introducendo, ove necessario, le modifiche risultanti dall'integrazione della Lietuvos bankas nell'Eurosistema. Ciò ha comportato una revisione delle norme lituane di recepimento della regolamentazione dell'Eurosistema su politica monetaria e Target2, che ha consentito alle controparti lituane di partecipare alle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema dal 2 gennaio 2015. La BCE ha altresì adottato una decisione in merito alle disposizioni transitorie per l'applicazione della riserva obbligatoria da parte della BCE in seguito all'introduzione dell'euro in Lituania. Infine, l'accordo sugli AEC II è cessato con riguardo alla Lietuvos bankas.

La transizione all'euro in Lituania e l'integrazione della banca centrale lituana nell'Eurosistema hanno inoltre richiesto la modifica di alcune norme lituane. La BCE è stata consultata in merito alla legislazione nazionale che definisce il quadro giuridico per l'adozione della moneta unica e il regime di riserva obbligatoria.

## Aspetti operativi

La BCE ha anche predisposto misure di carattere tecnico finalizzate a una piena integrazione della Lietuvos bankas nell'Eurosistema. In linea con le disposizioni del Trattato, la banca centrale lituana è entrata a far parte dell'Eurosistema esattamente con gli stessi diritti e doveri delle BCN degli Stati membri dell'UE che avevano già adottato l'euro.

I preparativi tecnici per l'integrazione della Lietuvos bankas nell'Eurosistema hanno riguardato un ampio insieme di questioni, in particolare nei campi della rilevazione e rendicontazione contabile e finanziaria, delle operazioni di politica monetaria, della gestione di riserve ufficiali e operazioni in cambi, dei sistemi di pagamento, delle statistiche e della produzione di banconote. Per quanto concerne gli aspetti operativi, i preparativi hanno implicato una verifica approfondita degli strumenti, delle procedure e dei sistemi tecnici per l'attuazione delle operazioni di politica monetaria e in cambi.

A decorrere dal 1° gennaio 2015, 90 enti creditizi lituani, il cui elenco è pubblicato nel [sito Internet della BCE](#), sono assoggettati agli obblighi di riserva dell'Eurosistema. L'ingresso della Lituania nell'area dell'euro ha modificato solo lievemente le condizioni di liquidità nell'Eurosistema. L'obbligo di riserva complessivo dell'area è aumentato dello 0,15 per cento (154 milioni di euro). L'impatto netto dei fattori autonomi in Lituania nel periodo compreso tra il 1° e il 27 febbraio 2015 ha comportato un assorbimento di liquidità, aumentando il fabbisogno di liquidità del settore bancario dell'intera area, in media, dello 0,8 per cento (4,1 miliardi di euro).

## Il contributo al capitale e alle attività di riserva della BCE

La quota complessiva sottoscritta dalla Lietuvos bankas nel capitale della BCE ammonta a 44,7 milioni di euro, equivalenti allo 0,4132 per cento del capitale sottoscritto della BCE, pari a 10,825 miliardi di euro al 1° gennaio 2015. Al momento dell'adesione al SEBC, il 1° maggio 2004, la Lietuvos bankas ha versato il 7 per cento della quota del capitale sottoscritto della BCE come

contributo ai costi operativi di quest'ultima; in connessione all'aumento di capitale della BCE del 29 dicembre 2010 tale contributo è stato ridotto al 3,75 per cento. Ai sensi dell'articolo 48.1 dello Statuto del SEBC, la Lietuvos bankas ha versato la parte restante della quota sottoscritta, equivalente a 43,1 milioni di euro, il 1° gennaio 2015.

La Lituania ha trasferito il suo contributo alle riserve in valuta della BCE agli inizi di gennaio 2015 (l'85 per cento in attività denominate in dollari statunitensi e il 15 per cento in oro). Per ridurre i costi complessivi, migliorare l'efficienza e costituire un portafoglio di dimensioni adeguate in relazione all'ammontare totale di riserve in valuta della BCE investito in dollari statunitensi, la Lietuvos bankas ha deciso di unire il suo contributo a quello del Banco de Portugal e di condividere con quest'ultimo tutte le funzioni e le responsabilità di gestione del portafoglio comune come già altre BCN in passato.

## La rotazione dei diritti di voto nel Consiglio direttivo della BCE

L'ingresso della Lituania nell'area dell'euro e la partecipazione del presidente del Consiglio di amministrazione della Lietuvos bankas al Consiglio direttivo hanno determinato l'attuazione del sistema di rotazione dei diritti di voto all'interno di quest'ultimo come previsto dall'articolo 10.2 dello Statuto del SEBC. Lo Statuto e la [Decisione BCE/2008/29](#) del 18 dicembre 2008<sup>75</sup> stabiliscono che, a decorrere dalla data in cui il numero dei governatori nel Consiglio direttivo della BCE sia

### Sistema di rotazione a due gruppi per il Consiglio direttivo della BCE con 19 paesi nell'area dell'euro



<sup>75</sup> Questa decisione ha differito l'avvio del sistema di rotazione dei diritti di voto in seno al Consiglio direttivo.

pari a 19, il numero di membri con diritto di voto è limitato a 21. Poiché il sistema non si applica ai membri del Comitato esecutivo, ciò vuol dire che i governatori si ripartiscono a rotazione i 15 voti rimanenti e sono stati a tal scopo assegnati a due gruppi sulla base di fattori economici e finanziari. Il primo gruppo è composto da cinque governatori cui sono attribuiti complessivamente quattro voti e il secondo è costituito da tutti gli altri governatori, che avranno nell'insieme gli 11 voti rimanenti. Il periodo di rotazione è fissato a un mese, a indicare che la composizione dei membri con diritto di voto varia con cadenza mensile (in base a un [calendario](#)). Il sistema si fonda su cinque principi basilari: 1) "un membro, un voto"; 2) "partecipazione", in base al quale i membri manterranno il diritto a partecipare alle riunioni e a intervenire oralmente, a prescindere dal fatto che abbiano o meno diritto di voto; 3) "rappresentatività", conseguita ripartendo in gruppi i governatori; 4) "solidità", nel senso che il sistema sarà in grado di adattarsi automaticamente a qualsiasi ulteriore ampliamento; 5) "trasparenza"<sup>76</sup>.

---

<sup>76</sup> Per una descrizione più dettagliata del sistema di rotazione dei diritti di voto in seno al Consiglio direttivo, cfr. le [Risposte alle domande più frequenti](#) nel sito Internet della BCE.

## 8 Le relazioni internazionali ed europee

### 8.1 Le relazioni europee

Mentre l'Europa era ancora alle prese con le conseguenze della crisi economica e finanziaria, 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 2014 sono stati intrapresi passi decisivi per affrontare la frammentazione finanziaria e il risanamento del settore finanziario nell'area dell'euro con l'accordo sul Meccanismo di risoluzione unico tra il Consiglio UE e il Parlamento europeo e con l'istituzione del Meccanismo di vigilanza unico. Al tempo stesso la situazione economica nell'area dell'euro è stata l'oggetto principale del programma di lavoro delle riunioni dell'Eurogruppo e del Consiglio Ecofin, alle quali hanno partecipato regolarmente il Presidente della BCE e gli altri membri del suo Comitato esecutivo. La necessità di una strategia coerente per le politiche in ambito monetario, fiscale, finanziario e strutturale volta a ripristinare la crescita in Europa ha trovato ampio spazio nelle riunioni del Consiglio europeo e nei Vertici euro cui è stato invitato il Presidente della BCE.

Il Vertice euro del 24 ottobre 2014 ha invitato il Presidente della Commissione – in stretta collaborazione con i presidenti del Vertice euro, dell'Eurogruppo e della BCE – a predisporre i passi successivi per il miglioramento della governance economica nell'area dell'euro al fine di “sviluppare meccanismi concreti per un coordinamento, una convergenza e una solidarietà più solidi tra le politiche economiche”.

#### 8.1.1 Il 2014: un nuovo inizio per l'Europa

Nel 2014 i cittadini europei sono stati chiamati a eleggere un nuovo Parlamento europeo. Si è trattato della prima applicazione pratica dell'articolo 17 del Trattato sull'Unione europea e della prima occasione in cui il Parlamento europeo ha eletto, e non semplicemente approvato, il Presidente della nuova Commissione europea. Il nuovo collegio dei commissari, presieduto da Jean-Claude Juncker, si è insediato il 1° novembre 2014. Il 6 novembre il Vicepresidente della Commissione responsabile per l'euro e il dialogo sociale, Valdis Dombrovskis, ha partecipato alla riunione del Consiglio direttivo della BCE. La struttura interna della Commissione è stata notevolmente modificata. Tra l'altro, la necessità per le imprese di accedere a fonti di finanziamento più diversificate ha trovato riflesso nell'istituzione di una nuova Direzione generale per la stabilità finanziaria, i servizi finanziari e l'Unione dei mercati dei capitali, cui è stato affidato il compito di favorire la creazione di un mercato unico dei capitali nell'Unione europea. Inoltre, il Consiglio europeo ha eletto Donald Tusk come proprio secondo presidente permanente. Anche per questo mandato, il Presidente del Consiglio europeo eserciterà altresì le funzioni di Presidente del Vertice euro.

La BCE è principalmente tenuta a rendere conto del proprio operato ai rappresentanti democraticamente eletti dai cittadini europei nel Parlamento

europeo. Nel 2014 il Presidente della BCE ha partecipato a quattro audizioni periodiche della commissione parlamentare per i problemi economici e monetari svoltesi il [3 marzo](#), il [14 luglio](#), il [22 settembre](#) e il [17 novembre](#). In tali occasioni gli europarlamentari hanno continuato a dimostrare grande interesse per le misure non convenzionali di politica monetaria della BCE, il peggioramento delle prospettive economiche (compreso il basso livello dell'inflazione) e la perdurante frammentazione finanziaria. Nell'audizione del 3 marzo, il Presidente della BCE ha ringraziato il Parlamento uscente per il ruolo costruttivo svolto in diversi fascicoli legislativi. In aggiunta alle audizioni periodiche del Presidente, il Vicepresidente della BCE ha presentato il Rapporto annuale della Banca per il 2013 alla commissione parlamentare il 7 aprile 2014 e il Parlamento ha adottato una risoluzione al riguardo il 25 febbraio 2015.

La BCE assolve altresì i suoi obblighi di rendicontazione fornendo un'informativa periodica e rispondendo alle interrogazioni scritte presentate dai membri del Parlamento europeo. Nel 2014 ha risposto a 46 interrogazioni da parte degli europarlamentari e ha pubblicato tali risposte nel proprio sito Internet. Gli argomenti trattati riguardavano in gran parte l'attuazione della politica monetaria della BCE, le prospettive economiche e la situazione nei paesi soggetti a un programma di aggiustamento dell'Unione europea e del Fondo monetario internazionale.

Nel 2014 il Parlamento europeo ha concluso una relazione d'iniziativa ad alto livello sul lavoro svolto dalla Commissione europea, dal Fondo monetario internazionale (FMI) e dalla BCE relativamente ai suddetti programmi. Benoît Cœuré, membro del Comitato esecutivo, ha partecipato a uno [scambio di opinioni](#) organizzato il 13 febbraio 2014 per illustrare il ruolo della BCE in questo contesto. Ha altresì preso parte alla settimana parlamentare europea sul Semestre europeo per il coordinamento delle politiche economiche. Inoltre la BCE ha contribuito alle discussioni del Parlamento europeo e del Consiglio UE sulle proposte legislative che ricadono nella sua sfera di competenza illustrando i suoi pareri legali alle relative controparti, ad esempio nel caso del regolamento sul Meccanismo di risoluzione unico o della direttiva sui servizi di pagamento II.

### 8.1.2 [Le relazioni interistituzionali nel quadro dei compiti di vigilanza della BCE](#)

Il regolamento sul Meccanismo di vigilanza unico (MVU), che descrive le funzioni della BCE in materia di vigilanza bancaria, istituisce altresì un robusto regime di responsabilità per la BCE nei confronti del Parlamento europeo e del Consiglio UE in rapporto ai connessi compiti. Tale regime è meglio specificato in un Accordo interistituzionale e in un Protocollo di intesa sottoscritti dalla BCE, rispettivamente, con il Parlamento europeo e il Consiglio UE.

In questo contesto, nel 2014 il Presidente del Consiglio di vigilanza della BCE ha partecipato a due audizioni pubbliche periodiche ([18 marzo](#) e [3 novembre](#)) e a due scambi di opinione ad hoc (4 febbraio e 3 novembre) con la commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo. Inoltre, la BCE ha

trasmesso periodicamente alla commissione le trascrizioni riservate delle riunioni del Consiglio di vigilanza e ha pubblicato sul proprio sito Internet dieci risposte ad interrogazioni scritte presentate dagli europarlamentari.

Per quanto concerne il Consiglio UE, nel 2014 il Presidente del Consiglio di vigilanza ha partecipato a quattro riunioni del Consiglio Ecofin e dell'Eurogruppo e dal 4 novembre ha iniziato ad assolvere il proprio compito di responsabilità nei confronti del Consiglio attraverso l'Eurogruppo.

## 8.2 Le relazioni internazionali

Sullo sfondo di un contesto internazionale molto dinamico e a volte difficile, la BCE ha partecipato alle discussioni di istituzioni e consessi internazionali che si occupano di questioni economiche, finanziarie e monetarie mondiali. Essa ha inoltre approfondito le relazioni bilaterali con le banche centrali dei paesi avanzati ed emergenti.

Con riferimento agli interventi delle banche centrali, le discussioni a livello mondiale hanno evidenziato l'esistenza di ampi consensi quanto al ruolo positivo di sostegno alla ripresa mondiale svolto dalle politiche monetarie accomodanti, incluse le misure non convenzionali, perseguite nelle economie avanzate. Al tempo stesso è stata riconosciuta la necessità di continuare a tener conto delle possibili conseguenze indesiderate e dei potenziali effetti di propagazione agli altri paesi, specie in un momento in cui alcune economie avanzate si avviano verso una normalizzazione monetaria.

### 8.2.1 G20

In un contesto di moderata ripresa dell'economia mondiale, le discussioni all'interno del G20 si sono concentrate sulla necessità di promuovere la crescita a livello internazionale e di affrontare i rischi a breve termine per la congiuntura. Su questo sfondo, in occasione del vertice di Brisbane i leader del G20 sono rimasti fermi nell'impegno di conseguire una crescita forte, sostenibile ed equilibrata e di creare nuovi posti di lavoro. In linea con l'obiettivo fissato in febbraio a Sidney, i membri del G20 hanno presentato strategie di espansione economica volte a far salire il livello del loro PIL aggregato (di un minimo) del 2 per cento entro cinque anni. Tali impegni, assieme ad altre misure intese a favorire gli investimenti (come ad esempio la Global Infrastructure Initiative, sempre concordata a Brisbane), accrescere il commercio e la concorrenza, promuovere l'occupazione e aumentare la stabilità del sistema finanziario e l'equità del sistema fiscale internazionale, dovrebbero agevolare uno sviluppo sostenibile e inclusivo. Nel Piano di azione concordato a Brisbane, i leader del G20 hanno sottolineato che i paesi membri si considereranno vicendevolmente responsabili dell'attuazione degli impegni assunti.

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

La BCE ha contribuito alle discussioni sull'architettura finanziaria internazionale tenutesi presso l'FMI e ha sostenuto il coordinamento di posizioni europee comuni in questo senso. Molte discussioni si sono concentrate sull'importanza di ricavare degli insegnamenti dalla crisi e contribuire pertanto a ridurre la probabilità di gravi crisi future.

Il riesame triennale della sorveglianza condotto dall'FMI nel 2014 ha fatto il punto del contributo della vigilanza del Fondo riguardo all'obiettivo finale di quest'ultimo di promuovere la stabilità economica e finanziaria a livello mondiale. È essenziale che la sorveglianza e la consulenza dell'FMI riflettano appieno gli specifici quadri di riferimento per la definizione delle politiche e le rispettive competenze dei singoli Stati membri dell'UE, oltre che dell'area dell'euro e dell'Unione nel suo insieme, in modo da accrescere la coerenza e l'efficacia dell'azione di sorveglianza anche alla luce delle recenti riforme volte a rafforzare la sorveglianza e la governance economica in Europa e, più in particolare, nell'area dell'euro. Le banche centrali dell'UE hanno approfondito la materia in un [rapporto](#) della Task Force sulle questioni attinenti all'FMI del Comitato per le relazioni internazionali del SEBC. Nel 2014 l'FMI ha apportato alcune modifiche ai suoi strumenti di finanziamento a scopo precauzionale con il sostegno degli Stati membri dell'UE. Tali strumenti, che includono la Flexible Credit Line e la linea precauzionale e di liquidità, sono stati introdotti a partire dal 2009 come risposta alla crisi finanziaria mondiale al fine di potenziare lo strumentario a disposizione dell'FMI per la prevenzione delle crisi e accrescere la fiducia nei paesi membri che soddisfano i criteri previsti. Gli Stati membri dell'UE hanno segnalato che l'FMI deve rimanere forte e dotato di risorse adeguate, poiché i suoi strumenti precauzionali svolgono un ruolo utile nella rete di sicurezza finanziaria mondiale integrando al tempo stesso gli sforzi dispiegati dai singoli paesi per accrescere ulteriormente la resilienza delle loro economie. Le ampie riforme delle quote e della governance del Fondo concordate nel 2010 non sono state ancora attuate e questo intralcia le discussioni sulla prossima revisione generale delle quote (General Review of Quotas). L'UE ribadisce l'importanza dell'FMI quale istituzione basata sulle quote; tutti gli Stati membri dell'Unione hanno ratificato la riforma del 2010 sulle quote e la governance e ritengono prioritario il completamento del processo di ratifica da parte di tutti i paesi rimanenti. I membri del Fondo hanno anche esaminato il possibile orientamento della riforma del quadro dell'FMI per l'erogazione dei prestiti nel contesto delle vulnerabilità del debito sovrano. Dal punto di vista dell'UE, le eventuali modifiche dovrebbero essere intese a rafforzare tale quadro.

## 8.2.3 La cooperazione tecnica

La BCE ha continuato a espandere la cooperazione tecnica con le banche centrali dei paesi non appartenenti all'UE, focalizzandosi su quelli che hanno la prospettiva di entrare nell'Unione e sulle economie emergenti del G20. Per quanto concerne la prima categoria, la cooperazione è intesa a migliorare il livello di preparazione

tecnica delle banche centrali in vista dell'assunzione futura dei ruoli e degli obblighi dei membri del SEBC. La BCE ha varato un [programma di cooperazione dell'Eurosistema con la banca centrale del Montenegro](#) e un altro con [la Banca di Albania, la banca centrale della Repubblica del Kosovo e la Banca nazionale della Repubblica di Macedonia](#). Queste attività sono attuate assieme alle BCN e sono finanziate dall'UE. La cooperazione tecnica integra l'analisi e il monitoraggio periodico dei paesi candidati e potenziali candidati all'adesione all'UE e il dialogo di politica economica con le banche centrali di tali paesi. Inoltre, la BCE ha iniziato a organizzare seminari regionali su questioni di interesse comune e in luglio ha altresì sottoscritto con la banca centrale serba un [Accordo di cooperazione per la prevenzione e l'identificazione delle banconote in euro contraffatte in Serbia](#). Nel contesto internazionale, la BCE ha continuato a sviluppare la cooperazione con le economie emergenti del G20 sulla base di protocolli di intesa. Tali attività hanno una componente sia tecnica sia di policy, con lo scopo di favorire una maggiore comprensione delle politiche della BCE e lo scambio di competenze tecniche e migliori prassi di banca centrale.

### Spiegare la politica monetaria e la vigilanza bancaria ai cittadini europei

Oggi la comunicazione delle banche centrali è uno dei cardini della politica monetaria; di fatto, costituisce essa stessa uno strumento di politica monetaria. Una banca centrale trasparente può attuare la sua politica in modo più efficace. Se il pubblico e i mercati finanziari capiscono quale possa essere la risposta della BCE a una determinata situazione, possono formarsi aspettative ragionevoli in merito alla politica monetaria futura. Ciò permette alle modifiche della politica monetaria di trasmettersi rapidamente alle variabili finanziarie, il che può a sua volta abbreviare il processo di trasmissione della politica monetaria alle decisioni di investimento e di consumo e di accelerare gli eventuali aggiustamenti economici necessari.

L'attività di comunicazione della BCE nel 2014 è stata determinata in particolare dall'esigenza di comunicare la politica monetaria in periodi difficili e di costruire il Meccanismo di vigilanza unico (MVU).

### Promuovere la fiducia: la comunicazione della politica monetaria

Promuovere la fiducia tra i 338 milioni di cittadini dell'area dell'euro costituisce una grande sfida sotto il profilo della comunicazione. Dal 1° gennaio 2015 la BCE opera in 19 paesi utilizzando 16 lingue diverse. Essa gestisce questa pluralità avvalendosi del vantaggio intrinseco derivante dalla presenza di 19 banche centrali nazionali nell'Eurosistema, vale a dire dalla disponibilità di colleghi in ciascun paese in grado di fare in modo che i messaggi della BCE siano ascoltati e compresi nel contesto locale. La BCE svolge anche un ruolo nella promozione della fiducia aprendosi al pubblico. Fin dall'inizio, ha assunto un ruolo guida in termini di trasparenza. È stata la prima tra le principali banche centrali a organizzare regolarmente [conferenze stampa](#) dopo ciascuna riunione di politica monetaria. Ogni mese, la BCE riceve ed evade circa 4.000 richieste di informazioni da parte dei cittadini. Rimane il fatto che, in questo periodo difficile, nel quale la politica monetaria deve utilizzare strumenti non convenzionali, la BCE non può rimanere inerte. Agli inizi del 2015 ha iniziato a pubblicare i resoconti delle riunioni del Consiglio direttivo dedicate alla politica monetaria, al fine di offrire un ulteriore canale attraverso il quale veicolare le motivazioni delle proprie azioni e i dibattiti ad esse sottostanti.

### Responsabilità per il proprio operato e trasparenza: attuare i principi guida della comunicazione della BCE

Le attività di comunicazione della BCE si sono concentrate sulla politica monetaria accomodante della Banca e sui preparativi per l'assunzione delle responsabilità in materia di vigilanza bancaria. I discorsi tenuti in pubblico dai membri del Comitato

## La BCE su Twitter



4.840 tweet  
197.000 follower

esecutivo sono stati dedicati in gran parte a queste tematiche.

Il Comitato esecutivo della BCE ha contribuito ulteriormente a migliorare la conoscenza e la comprensione da parte del pubblico dei compiti e delle politiche dell'Eurosistema partecipando ad audizioni presso il Parlamento europeo e rilasciando interviste ai mezzi di informazione. Per quanto concerne la comunicazione diretta al pubblico, la BCE ha inaugurato un nuovo [sito Internet dedicato alla vigilanza bancaria](#) e accresciuto il ricorso ai social media. La BCE ha utilizzato il proprio sito Internet per pubblicare serie semplici di [domande e risposte](#) su argomenti di rilievo, ad esempio in merito al programma ampliato di acquisto di titoli e al tasso negativo sui depositi. Il suo [profilo Twitter](#) ha circa 200.000 follower e viene impiegato per segnalare pubblicazioni e messaggi chiave tratti dai discorsi, mentre [YouTube](#) è utilizzato per pubblicare contenuti video e [Flickr](#) per le fotografie.

## Spiegare la politica monetaria: la conferenza di Sintra

Il primo Forum della BCE sulle attività di banca centrale si è tenuto a Sintra, in Portogallo, dal 25 al 27 maggio 2014 con la partecipazione di esponenti delle banche centrali, accademici e funzionari governativi ed è stato dedicato alla discussione delle tematiche economiche correnti nell'area dell'euro. Accolto come il principale convegno europeo in materia di politica monetaria, l'evento si è già affermato come importante appuntamento annuale. Nel 2015 il Forum si terrà dal 21 al 23 maggio, sempre a Sintra.

## Spiegare la nostra moneta: le nuove banconote in euro

Le attività di comunicazione della BCE nel 2014 si sono altresì concentrate sulle [banconote in euro](#) con particolare riferimento ai preparativi per il passaggio alla moneta unica in Lituania e all'emissione della nuova banconota da 10 euro, il secondo taglio della nuova serie. La BCE ha attuato diverse misure di comunicazione volte a informare il grande pubblico e i gestori del contante in merito alla nuova banconota e alle sue caratteristiche di sicurezza aggiornate.

## Costruire l'MVU: una sfida per la comunicazione

Il processo di introduzione dell'MVU, durato un anno, e la simultanea valutazione dello stato di salute delle banche da sottoporre a vigilanza si sono svolti a tappe serrate. Un anno di sfide per la comunicazione è culminato con la pubblicazione dei [risultati della valutazione approfondita](#), un esame accurato di 130 banche, il 26 ottobre 2014 e con la data ufficiale di assunzione dei compiti di vigilanza da parte della BCE qualche giorno dopo. Tali sfide hanno riguardato aspetti quali l'allineamento dei messaggi fra 18 autorità di vigilanza nazionali diverse e lo sviluppo di relazioni con un nuovo pubblico di giornalisti chiamati a riferire sulla vigilanza bancaria aventi scarsa familiarità con la BCE, oltre all'illustrazione dei dettagli tecnici e della logica sottostante questo enorme esercizio.

## Vincere la complessità

Nel contesto dell'impegno a raggiungere il maggior grado di trasparenza possibile in merito alle modalità di conduzione dell'esame delle banche, la BCE ha pubblicato tutti i manuali tecnici relativi. Tali documenti sono stati illustrati in riunioni tecniche organizzate su base periodica, oltre che in un [video](#) animato.

## Entrare in contatto con un gruppo eterogeneo di soggetti interessati

I mercati finanziari hanno seguito molto da vicino l'esito della valutazione approfondita. Per questo motivo, la BCE ha dovuto adoperarsi affinché gli analisti fossero sempre bene informati. Quasi 200 analisti hanno partecipato a una teleconferenza con gli esperti della BCE il giorno in cui sono stati pubblicati i risultati della valutazione approfondita. La BCE ha inoltre organizzato consultazioni pubbliche rivolte al grande pubblico e ai soggetti interessati, come richiesto dal regolamento sull'MVU, e ha interagito in modo stretto e frequente con le controparti presso l'Autorità bancaria europea, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati e con le banche stesse. Accademici e gruppi di esperti sono stati altresì i destinatari di varie attività informative in diverse capitali europee e negli Stati Uniti nel corso di tutto l'anno.

# **Bilancio**

2014

# Relazione sulla gestione per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2014

## 1 Finalità della relazione sulla gestione della BCE

La relazione sulla gestione è parte integrante della rendicontazione annuale della BCE. Fornisce informazioni di contesto utili a comprendere meglio l'attività della Banca, il quadro operativo e l'impatto delle sue operazioni sul bilancio.

La relazione offre informazioni sulle risorse e sui processi fondamentali della BCE e anche sulla sua governance interna. Inoltre, dato che le attività e le operazioni della BCE sono condotte per sostenere gli obiettivi di politica monetaria, il risultato economico della Banca va considerato in tale contesto. Pertanto, la relazione illustra anche i principali rischi a cui è esposta la BCE e come siano influenzati dalle sue operazioni, nonché le risorse finanziarie disponibili e l'impatto delle attività fondamentali della Banca sul suo bilancio.

## 2 Obiettivi e compiti fondamentali

L'obiettivo primario della BCE è il mantenimento della stabilità dei prezzi. I suoi compiti principali, 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, il 4 novembre 2014 la BCE ha assunto i compiti di vigilanza bancaria con l'obiettivo di salvaguardare la sicurezza e la solidità degli enti creditizi, nonché la stabilità del sistema finanziario dell'UE.

## 3 Risorse e processi fondamentali

### 3.1 Governance della BCE

Gli organi decisionali della BCE sono il Comitato esecutivo, il Consiglio direttivo e il Consiglio generale<sup>1</sup>. La governance interna della BCE si avvale inoltre del Comitato di audit, istituito ad alto livello, e di diversi livelli di controllo interno ed esterno.

---

<sup>1</sup> Maggiori informazioni sugli organi decisionali della BCE sono consultabili nel sito Internet della Banca (<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.it.html>).

### 3.1.1 Comitato di audit

Per rafforzare ulteriormente la governance interna della BCE e dell'Eurosistema, il Comitato di audit assiste il Consiglio direttivo in relazione alle sue responsabilità per quanto concerne l'integrità delle informazioni finanziarie, la supervisione sui controlli interni, il rispetto delle leggi, dei regolamenti e dei codici di condotta vigenti e l'assolvimento delle funzioni di revisione della BCE e dell'Eurosistema. In particolare, il Comitato di audit, in conformità del proprio mandato, esamina il bilancio della BCE e valuta se offra una rappresentazione veritiera e corretta e se sia stato redatto in conformità delle norme contabili approvate. Il Comitato di audit è presieduto da Erkki Liikanen (Governatore della Suomen Pankki - Finlands Bank) e comprende altri due membri del Consiglio direttivo (Vítor Constâncio e Christian Noyer), nonché due membri esterni (Hans Tietmeyer e Jean-Claude Trichet).

### 3.1.2 Livelli di controllo esterno

Lo Statuto del SEBC prevede due livelli di controllo esterno, segnatamente i revisori esterni designati per la verifica del bilancio della BCE e la Corte dei conti europea, che esamina l'efficienza operativa della gestione della BCE. Le relazioni della Corte dei conti europea, unitamente alle risposte della BCE, sono pubblicate nel sito Internet della Banca<sup>2</sup> e nella Gazzetta ufficiale dell'UE. 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. Ai fini della selezione dei revisori esterni e della definizione del loro mandato, vengono messe in atto buone prassi che forniscono orientamenti di alto livello alle banche centrali dell'Eurosistema. Inoltre permettono al Consiglio direttivo di formulare raccomandazioni al Consiglio dell'UE sulla base di criteri di selezione armonizzati, coerenti e trasparenti. Nel 2013 è stata designata la Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft quale revisore esterno della BCE fino al termine dell'esercizio finanziario 2017.

### 3.1.3 Livelli di controllo interno

Presso la BCE è stato istituito un sistema di controlli interni basato su tre livelli: (1) i controlli sulla gestione, (2) le varie funzioni di supervisione sui rischi e sulla conformità alla normativa e (3) la funzione indipendente di revisione interna.

#### Controllo delle risorse

Nell'ambito del sistema dei controlli interni della BCE, la competenza e la responsabilità per il budget ricadono in primo luogo sulle singole aree funzionali. In seno alla Direzione Generale Risorse umane, bilancio di previsione e strutture organizzative, la Divisione Bilancio di previsione, controllo e organizzazione (BCO) imposta, predispone e segue la pianificazione strategica delle risorse della BCE,

<sup>2</sup> Cfr. <http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/governance/html/index.it.html>.

nonché il relativo budget operativo. Questi compiti sono svolti in collaborazione con le aree funzionali, applicando però il principio di separazione<sup>3</sup>, e il risultato si riflette nei programmi di lavoro annuali delle singole divisioni. Inoltre, la Divisione BCO svolge le funzioni di pianificazione e controllo delle risorse, analisi costi-benefici e analisi degli investimenti per quanto concerne i progetti della BCE e del SEBC. L'attività di spesa a fronte del budget viene regolarmente monitorata dal Comitato esecutivo, tenendo conto del parere della Divisione BCO, e dal Consiglio direttivo con l'ausilio del Comitato per il bilancio preventivo, formato da esperti della BCE e delle banche centrali nazionali (BCN) dei paesi dell'area dell'euro. Ai sensi dell'articolo 15 del Regolamento interno della BCE, il Comitato per il bilancio preventivo assiste il Consiglio direttivo fornendo una valutazione dettagliata delle proposte di bilancio previsionale della BCE e delle richieste di stanziamenti supplementari di bilancio da parte del Comitato esecutivo, prima dell'inoltro per approvazione al Consiglio direttivo.

## Funzioni di supervisione sui rischi finanziari

Per quanto concerne i rischi finanziari, la Direzione Gestione dei rischi della BCE ha la responsabilità di proporre le strategie e le procedure atte ad assicurare un adeguato livello di protezione dai rischi finanziari (a) per l'Eurosistema, compresa la BCE, nella conduzione delle operazioni di politica monetaria e (b) per la BCE nella gestione delle riserve ufficiali, dell'oro e dei portafogli di investimento denominati in euro. Inoltre, la Direzione Gestione dei rischi valuta l'assetto operativo dell'Eurosistema per la politica monetaria e del cambio e propone miglioramenti sotto il profilo della gestione dei rischi. 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 tramite la gestione e il controllo dei rischi finanziari derivanti dalle operazioni di mercato, nel contesto sia delle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema sia della gestione del portafoglio di riserve ufficiali della BCE. 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 e alla definizione e revisione dei relativi modelli e delle metodologie.

## Funzioni di supervisione sui rischi operativi

Nell'ambito del quadro di riferimento per la gestione dei rischi operativi (Operational Risk Management, ORM), ogni unità organizzativa della BCE è responsabile della gestione dei rischi operativi e dell'attuazione dei controlli che le pertengono, al fine di assicurare l'efficacia e l'efficienza delle proprie attività. Il Comitato per i rischi operativi ha il compito di definire e mantenere il quadro di riferimento per l'ORM, fornire supporto e formazione metodologica e tracciare una visione d'insieme dei

<sup>3</sup> Il principio di separazione si riferisce all'obbligo stabilito nel regolamento sul Meccanismo di vigilanza unico 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.

rischi di tutta la Banca. Il Comitato per i rischi operativi assiste il Comitato esecutivo nell'assolvimento della funzione di supervisione sulla gestione dei rischi operativi della BCE. Al Comitato per lo sviluppo organizzativo, formato da esperti delle banche centrali dell'Eurosistema, fa capo il controllo di secondo livello nell'ambito della gestione dei rischi operativi dell'Eurosistema e coadiuva gli organi decisionali nell'assicurare un adeguato grado di protezione per l'Eurosistema.

### Funzione indipendente di revisione interna

Indipendentemente dalla struttura di controllo interno e dal monitoraggio dei rischi della BCE, la Direzione Revisione interna svolge in aggiunta incarichi di revisione assegnati direttamente dal Comitato esecutivo. In conformità con il mandato definito dallo Statuto dei revisori della BCE, essa fornisce una garanzia e servizi di consulenza indipendenti e obiettivi, apportando un approccio sistematico alla valutazione e al miglioramento dell'efficacia dei processi di gestione dei rischi, di controllo e di governance. Le attività della Direzione Revisione interna sono improntate agli International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing dell'Institute of Internal Auditors. Uno dei Comitati dell'Eurosistema/SEBC, il Comitato dei revisori interni, composto da esperti di audit interno della BCE, delle BCN e delle autorità nazionali competenti (ANC), concorre al raggiungimento degli obiettivi dell'Eurosistema/SEBC e di quelli del Meccanismo di vigilanza unico (MVU) offrendo una garanzia e servizi di consulenza indipendenti e obiettivi, volti al loro potenziamento e miglioramento.

#### 3.1.4 Misure antifrode

Nel 1999 il Parlamento europeo e il Consiglio dell'UE hanno adottato un regolamento<sup>4</sup> che consente, fra l'altro, all'Ufficio europeo per la lotta antifrode (OLAF) di condurre indagini interne su casi sospetti di frode in seno a istituzioni, organi, uffici e agenzie dell'UE. Nel 2004 il Consiglio direttivo ha approvato il quadro normativo sulle condizioni e modalità delle indagini dell'OLAF presso la BCE in materia di lotta contro le frodi, la corruzione e altre attività illecite.

#### 3.1.5 Programmi contro il riciclaggio di denaro di provenienza illecita e il finanziamento del terrorismo

Nel 2007 la BCE ha istituito programmi interni contro il riciclaggio di denaro di provenienza illecita e il finanziamento del terrorismo. La funzione di conformità alla normativa presso la BCE individua, analizza e risponde ai rischi associati a tali fenomeni per le attività della Banca. In particolare, assicurare il rispetto della legislazione in materia di riciclaggio di denaro e finanziamento del terrorismo fa parte del processo di valutazione e monitoraggio dell'idoneità delle controparti della BCE.

---

<sup>4</sup> Regolamento (CE) n. 1073/1999.

In tale contesto, particolare attenzione è rivolta alle misure restrittive adottate dall'UE e alle dichiarazioni pubbliche rilasciate dal Gruppo di azione finanziaria internazionale. Un sistema di segnalazione interno integra il quadro di riferimento della BCE contro il riciclaggio di denaro e il finanziamento del terrorismo per far sì che tutte le informazioni rilevanti siano sistematicamente raccolte e debitamente comunicate al Comitato esecutivo.

### 3.2 Risorse umane

I preparativi per l'avvio dell'MVU, avvenuto il 4 novembre 2014, hanno avuto un considerevole impatto sull'organico della BCE. Il numero medio dei titolari di un contratto con la BCE, equivalenti a tempo pieno (full-time equivalent), è aumentato da 1.683 nel 2013 a 2.155 nel 2014. A fine esercizio l'organico ammonta a 2.577 unità. Per maggiori informazioni si rimanda alla nota 31, *Spese per il personale*, del conto economico.

Il programma biennale di supporto alle transizioni di carriera, varato nel gennaio 2013, si è concluso con successo; 45 membri del personale hanno ricevuto sostegno per intraprendere un percorso professionale al di fuori della BCE.

### 3.3 Gestione di portafoglio

La BCE ha due tipi di portafogli di investimento: quello relativo alle riserve ufficiali, denominato in dollari statunitensi e yen giapponesi, e quello detenuto a fronte dei fondi propri, denominato in euro. Inoltre, i fondi relativi ai piani pensionistici della BCE sono investiti in un portafoglio a gestione esterna. La BCE detiene anche titoli denominati in euro acquisiti ai fini della politica monetaria nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari (Securities Markets Programme, SMP), del Programma di acquisto di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (asset-backed securities purchase programme, ABSPP) e dei tre Programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite (covered bond purchase programme, CBPP).

### 3.4 Redazione del bilancio della BCE

Il bilancio della BCE è predisposto dal Comitato esecutivo secondo i criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio stabiliti dal Consiglio direttivo<sup>5</sup>.

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

---

<sup>5</sup> Cfr. le note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio.

Il Comitato per la gestione delle attività e passività, composto da rappresentanti di varie funzioni della BCE (operazioni di mercato, contabilità, reporting finanziario, gestione dei rischi e budget), monitora sistematicamente e valuta l'insieme dei fattori suscettibili di riflettersi sullo stato patrimoniale e sul conto economico della BCE. Esso svolge un esame del bilancio e della relativa documentazione prima che siano sottoposti al Comitato esecutivo per approvazione.

I processi di reporting finanziario e il bilancio della BCE possono essere soggetti a revisione interna. Tutti i rapporti di revisione interna, che possono includere raccomandazioni rivolte alle aree operative interessate, sono presentati al Comitato esecutivo.

Il bilancio della BCE è inoltre verificato da revisori esterni indipendenti, designati su raccomandazione del Consiglio direttivo e dietro approvazione del Consiglio dell'UE. I revisori esterni esaminano i libri e i documenti contabili della BCE e hanno pieno accesso a tutte le informazioni sulle sue operazioni. 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 verificano l'adeguatezza dei controlli interni applicati alla redazione e alla presentazione dei conti e valutano l'idoneità dei principi contabili adottati.

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 audit e quindi al Consiglio direttivo per l'approvazione finale.

Il bilancio della BCE è approvato dal Consiglio direttivo a febbraio di ogni anno e prontamente pubblicato. Dal 2015 il bilancio sarà divulgato unitamente alla relazione sulla gestione e allo stato patrimoniale consolidato dell'Eurosistema.

## 4 Gestione dei rischi

Data l'esposizione della BCE a rischi finanziari e operativi, la gestione dei rischi rappresenta una componente critica delle sue attività e viene condotta attraverso un processo continuo di individuazione, valutazione, mitigazione e monitoraggio.

### 4.1 Rischi finanziari

I rischi finanziari emergono in relazione alle principali funzioni della BCE e alle esposizioni connesse, in particolare per quanto riguarda (a) le riserve ufficiali e l'oro, (b) i portafogli di investimento denominati in euro e (c) i titoli acquistati ai fini della politica monetaria nel quadro dei tre CBPP, dell'SMP e dell'ABSPP. I rischi finanziari derivanti da queste esposizioni e funzioni comprendono i rischi di credito, di mercato e di liquidità. La BCE decide l'allocazione delle proprie attività e applica idonei modelli di gestione dei rischi e di debita diligenza, 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 far sì che tali preferenze siano soddisfatte in ogni momento, la BCE è impegnata in una sistematica osservazione e misurazione dei rischi, adotta all'occorrenza le opportune misure di mitigazione e riesamina con regolarità i propri modelli di allocazione delle attività e gestione dei rischi.

Per la quantificazione dei rischi finanziari è possibile ricorrere a una varietà di misure di rischio; la BCE ne effettua la stima applicando tecniche 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 adottate per la misurazione dei rischi attingono dagli standard di mercato<sup>6</sup>. Al fine di ottenere una valutazione complessiva dei potenziali eventi di rischio che si potrebbero verificare con diverse frequenze e gravità di impatto, la BCE utilizza due tipi di misure statistiche, il valore a rischio (VaR) e l'Expected Shortfall<sup>7</sup>, calcolati per una serie di livelli di confidenza. Inoltre si effettuano analisi di sensitività e si considerano scenari di stress per mettere meglio a fuoco e integrare le misure statistiche di rischio.

Considerando il VaR con un livello di confidenza del 95% su un orizzonte di un anno (VaR95%), al 31 dicembre 2014 i rischi finanziari ai quali è esposta la BCE in relazione alle sue attività finanziarie ammontano in totale a 8,6 miliardi di euro, invariati rispetto alle stime dei rischi aggregati al 31 dicembre 2013<sup>8</sup>.

#### 4.1.1 Rischio di credito

La BCE gestisce il rischio di credito, che include il rischio di insolvenza e il rischio di migrazione<sup>9</sup>, prevalentemente attraverso strategie di allocazione delle attività, criteri di idoneità, verifiche della debita diligenza, sistemi di limiti alle esposizioni e, in alcune operazioni di finanziamento, anche per mezzo di tecniche di collateralizzazione. I meccanismi di controllo dei rischi e i limiti utilizzati dalla BCE per determinare la propria esposizione al rischio di credito differiscono a seconda del

<sup>6</sup> Le probabilità di insolvenza e migrazione di rating sono desunte da studi pubblicati dalle principali agenzie di rating. Volatilità, correlazioni e, più in generale, comovimenti di variabili di rischio di credito e di mercato sono valutati utilizzando una funzione copula multifattoriale, calibrata sulla base dei dati storici.

<sup>7</sup> Si definisce valore a rischio (VaR) la massima perdita potenziale che, sulla base di un modello statistico, un portafoglio di attività finanziarie potrebbe subire con una data probabilità (livello di confidenza) su un orizzonte temporale specifico. L'Expected Shortfall è una coerente misura di rischio più conservativa rispetto al VaR, se calcolata sullo stesso orizzonte temporale e dato lo stesso livello di confidenza, in quanto fornisce la perdita media ponderata per la probabilità che si potrebbe osservare negli scenari peggiori, laddove le perdite superino la soglia determinata dal VaR. In questo contesto, le perdite si definiscono come la differenza tra il valore netto di bilancio dei portafogli della BCE all'inizio dell'orizzonte temporale in esame rispetto ai valori di fine periodo simulati.

<sup>8</sup> Le stime dei rischi fornite nella presente relazione sono state elaborate a partire da un insieme coerente di metodologie e ipotesi per le esposizioni misurate al 31 dicembre 2013 e al 31 dicembre 2014.

<sup>9</sup> Si definisce rischio di insolvenza il rischio di subire perdite finanziarie in seguito a una "inadempienza", ossia al mancato soddisfacimento delle proprie obbligazioni finanziarie, da parte di un debitore (controparte o emittente) nei tempi previsti. Il rischio di migrazione è connesso a possibili perdite finanziarie generate dalla riduzione del prezzo delle attività, in seguito a un deterioramento della loro qualità creditizia e del rating.

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 soggette a rischi di insolvenza e di migrazione, seppure in misura minima, essendo investite in attività di elevata qualità creditizia.

In quanto non concesse in prestito a terzi, le disponibilità in oro della BCE non sono esposte a rischio di credito.

Lo scopo del portafoglio di investimento denominato in euro è fornire alla BCE un reddito che contribuisca a coprire le spese operative preservando il capitale investito. In questo caso le considerazioni di rendimento hanno quindi un peso relativamente maggiore nell'allocazione delle attività e nel modello di controllo dei rischi rispetto al peso che assumono nella gestione delle riserve ufficiali della BCE. Il rischio di credito in relazione a tali consistenze viene nondimeno mantenuto su livelli moderati.

I titoli acquisiti per finalità di politica monetaria nell'ambito dei CBPP, dell'SMP e dell'ABSPP sono valutati al costo ammortizzato tenendo conto di eventuali riduzioni durevoli di valore e quindi non sono rivalutati ai prezzi di mercato. Di conseguenza il rischio di migrazione associato a queste esposizioni non ha alcuna incidenza diretta sul bilancio della BCE. Tuttavia, questi titoli possono essere soggetti al rischio di insolvenza e un deterioramento della loro qualità creditizia può avere un impatto sul bilancio della BCE attraverso il regolare processo di analisi e rilevazione della riduzione durevole di valore delle attività. Nel caso dell'SMP, il profilo di rischio di credito è determinato dalla distribuzione dei passati acquisti per paese, effettuata sulla base di considerazioni di politica monetaria. Per quanto riguarda i portafogli dei tre CBPP, il rischio di insolvenza è mantenuto su livelli moderati attraverso le strategie di composizione delle attività, i limiti alle esposizioni e i criteri di idoneità, che danno luogo a un portafoglio diversificato costituito da obbligazioni garantite di alta qualità creditizia. Per l'ABSPP il rischio di insolvenza è gestito tramite un processo complessivo di debita diligenza, il quale integra i criteri di idoneità applicati, assicurando che vengano acquistati solo ABS di elevata qualità, semplici e trasparenti. Il conseguente rischio di credito connesso ai titoli detenuti ai fini della politica monetaria si colloca entro i livelli di tolleranza della BCE.

#### 4.1.2 Rischio di mercato<sup>10</sup>

Le principali tipologie di rischio di mercato alle quali è soggetta la BCE nella gestione delle proprie attività sono rappresentate dai rischi di cambio e di prezzo delle materie prime (oro)<sup>11</sup>. La BCE è altresì esposta al rischio di tasso di interesse<sup>12</sup>.

<sup>10</sup> Il rischio di mercato è connesso alla possibilità di subire perdite finanziarie in seguito a oscillazioni dei prezzi di mercato e dei tassi di interesse non connesse a eventi creditizi.

<sup>11</sup> Il rischio di cambio riguarda la possibilità di subire perdite finanziarie su posizioni denominate in valuta estera in seguito a oscillazioni dei tassi di cambio. Il rischio di prezzo delle materie prime è il rischio di registrare perdite finanziarie, a cui è soggetto chi detiene materie prime, in conseguenza di variazioni del loro prezzo di mercato.

## Rischi di cambio e di prezzo delle materie prime

La BCE è soggetta a rischi di cambio e di prezzo in relazione alle riserve ufficiali e alle disponibilità in oro. Considerando l'entità delle sue esposizioni e la volatilità del cambio e del prezzo dell'oro, i rischi di cambio e di prezzo sono predominanti nel profilo di rischio finanziario della BCE.

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 in ampia misura mitigati dalla differenziazione delle attività su una serie di valute e sull'oro, sebbene il principale criterio alla base della composizione del portafoglio riguardi la potenziale esigenza di effettuare interventi di politica monetaria.

I rischi di cambio e di prezzo delle materie prime incidono in misura predominante sul profilo di rischio totale della BCE. I rischi sono per la maggior parte connessi alla volatilità dei prezzi dell'oro e del tasso di cambio del dollaro statunitense. In linea con le norme vigenti nell'Eurosistema i conti di rivalutazione dell'oro e del dollaro statunitense, che ammontano rispettivamente a 12,1 miliardi e 6,2 miliardi di euro al 31 dicembre 2014 (10,1 miliardi e 1,7 miliardi nel 2013), possono essere utilizzati per assorbire l'impatto di future oscillazioni di prezzo sfavorevoli delle attività sottostanti, in modo da mitigare o persino evitare ripercussioni sul conto economico della BCE.

## Rischio di tasso di interesse

I titoli acquistati nell'ambito dei tre CBPP, dell'SMP e dell'ABSPP sono valutati al costo ammortizzato tenendo conto di eventuali riduzioni durevoli di valore e quindi non sono rivalutati ai prezzi di mercato. Non sono pertanto esposti direttamente al rischio di tasso di interesse.

Al contrario, le riserve ufficiali e i portafogli denominati in euro della BCE sono investiti per la maggior parte in titoli a reddito fisso valutati ai prezzi di mercato e pertanto sono soggetti a rischi di tasso di interesse. Il rischio di tasso di interesse relativo a tali portafogli è gestito attraverso politiche di allocazione delle attività e limiti al rischio di mercato, finalizzati ad assicurare che il rischio di mercato resti entro livelli che riflettono le preferenze di rischio-rendimento della BCE per i diversi portafogli. In termini di durata finanziaria modificata<sup>13</sup> dei portafogli a reddito fisso, le diverse preferenze di rischio-rendimento si traducono in una durata modificata maggiore per il portafoglio di investimento denominato in euro rispetto a quello relativo alle riserve ufficiali.

Il rischio di tasso di interesse al quale è esposta la BCE è limitato ed è rimasto sostanzialmente stabile su livelli contenuti nel corso del 2014.

<sup>12</sup> Si definisce rischio di tasso di interesse il rischio di subire perdite finanziarie dovute a una riduzione del prezzo di mercato degli strumenti finanziari in seguito a variazioni avverse dei tassi di interesse applicabili (rendimenti).

<sup>13</sup> La durata finanziaria modificata è una misura della sensibilità del valore dei portafogli a spostamenti paralleli delle curve dei rendimenti.

### 4.1.3 Rischio di liquidità

Considerando il ruolo dell'euro in quanto valuta di riserva di primo piano, la posizione della BCE quale banca centrale e la sua struttura delle attività e passività, l'unico rischio di liquidità significativo di cui è suscettibile la BCE riguarda la possibilità di subire perdite finanziarie connesse all'incapacità di liquidare un'attività al valore di mercato corrente in tempi adeguati. A tale proposito, tenuto conto della stabilità dei portafogli della BCE nonché dei loro obiettivi specifici, la principale esposizione al rischio di liquidità concerne le riserve ufficiali, poiché la conduzione di interventi sui mercati valutari potrebbe richiedere la liquidazione di posizioni ingenti in tempi brevi.

Il rischio di liquidità in relazione alle riserve ufficiali della BCE è gestito attraverso la composizione delle attività e la determinazione di limiti, tali da assicurare che una quota sufficientemente ampia delle disponibilità della Banca sia investita in attività liquidabili in tempi rapidi con un impatto trascurabile in termini di prezzo.

Il profilo di rischio di liquidità dei portafogli della BCE rimane sostanzialmente stabile nel 2014.

## 4.2 Rischio operativo

Nel caso della BCE il rischio operativo è connesso alla possibilità di un impatto negativo sul patrimonio, sui compiti o sulla reputazione riconducibile al personale<sup>14</sup>, all'inadeguata o mancata attuazione della governance interna e dei processi operativi, al non funzionamento dei sistemi sui quali si reggono i processi, oppure a eventi esterni (ad esempio catastrofi naturali o attacchi esterni). Le principali finalità dell'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, nonché di predisporre piani di risposta. 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. 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 funzione di ORM/BCM 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. 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 rischi operativi della BCE. Coordina e attua il

<sup>14</sup> Si fa riferimento al concetto di "personale" in senso lato, cioè si intende qualsiasi effetto negativo derivante da azioni della forza lavoro, nonché da carenze sul piano dei processi di selezione e assunzione e delle politiche in materia di risorse umane.

programma di BCM, conduce verifiche periodiche e revisioni delle procedure di continuità operativa per le funzioni critiche della BCE e assiste il gruppo di gestione delle crisi, nonché le strutture di supporto del gruppo e le aree organizzative della Banca in caso di gravi interruzioni dell'operatività.

## 5 Risorse finanziarie

### 5.1 Capitale

A seguito dell'adozione della moneta unica da parte della Lettonia il 1° gennaio 2014, la Latvijas Banka ha corrisposto in tale data un importo di 29,4 milioni di euro. Per effetto di questo pagamento e della modifica delle quote delle BCN nello schema di sottoscrizione del capitale della BCE, al 31 dicembre 2014 il capitale versato della Banca è pari a 7.697 milioni di euro. Per un approfondimento sul capitale della BCE si rimanda alla nota 16.1, *Capitale e riserve*, dello stato patrimoniale.

### 5.2 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 4, 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 disporre sono riesaminate con cadenza annuale alla luce di una serie di fattori, fra cui in particolare l'ammontare di attività rischiose detenute, la misura in cui l'esposizione ai rischi si è concretizzata nell'esercizio finanziario corrente, i risultati previsti per l'esercizio successivo e una valutazione dei rischi che prevede il calcolo per le attività rischiose dei relativi valori a rischio (VaR), condotta in modo coerente nel corso del tempo. 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 2013 il fondo di accantonamento per i rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro ammontava a 7.530 milioni di euro. La Latvijas Banka vi ha contribuito per 30,5 milioni di euro con effetto dal 1° gennaio 2014. In base all'esito della propria valutazione dei rischi, il Consiglio direttivo ha quindi deciso di incrementare la consistenza del fondo a 7.575 milioni di euro al 31 dicembre 2014, importo che corrisponde al valore del capitale della BCE versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro al 31 dicembre 2014.

### 5.3 Conti di rivalutazione

Le plusvalenze (non realizzate) su oro, valute estere e titoli, ad eccezione di quelli valutati al costo ammortizzato, 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 prezzi e/o cambi; rappresentano pertanto una riserva finanziaria che rafforza la tenuta della BCE ai rischi.

L'ammontare totale dei conti di rivalutazione per l'oro, la valuta estera e i titoli è pari a 20,2 miliardi di euro a fine dicembre 2014<sup>15</sup>. Per maggiori informazioni si rimanda alle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio e alla nota 15, *Conti di rivalutazione*, dello stato patrimoniale.

## 6 Impatto delle attività fondamentali 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.

Operazione/funzione	Impatto sul bilancio della BCE
Operazioni di politica monetaria	Le operazioni convenzionali di politica monetaria sono attuate a livello decentrato dalle BCN dell'Eurosistema e di conseguenza non hanno alcun impatto diretto sul bilancio della BCE.
Titoli detenuti ai fini della politica monetaria (CBPP, SMP e ABSPP)	I titoli acquistati dalla BCE sono registrati alla voce "Titoli detenuti ai fini della politica monetaria". 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 l'ammortamento degli sconti/premi sono rilevati nel conto economico <sup>16</sup> .
Attività di investimento (gestione delle riserve ufficiali e dei fondi propri)	Le riserve ufficiali della BCE sono esposte in bilancio <sup>17</sup> 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 l'ammortamento degli sconti/premi, sono rilevati nel conto economico <sup>18</sup> . Le perdite non realizzate da prezzo e da cambio e gli utili e le perdite realizzati derivanti dalla vendita di titoli sono altresì imputati al conto economico <sup>19</sup> , mentre gli utili non realizzati sono iscritti in bilancio alla voce "Conti di rivalutazione".
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% 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. 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 un contributo annuale a carico dei soggetti vigilati. Dall'inizio di novembre 2014 i contributi sono rilevati in base al principio della competenza alla voce "Proventi netti per provvigioni e commissioni" del conto economico.

<sup>15</sup> La voce "Conti di rivalutazione" dello stato patrimoniale comprende anche il ricalcolo relativo ai benefici successivi al rapporto di lavoro.

<sup>16</sup> Alle voci "Altri interessi attivi" e "Altri interessi passivi".

<sup>17</sup> Principalmente alle voci "Oro e crediti in oro", "Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro", "Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro" e "Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro".

<sup>18</sup> 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".

<sup>19</sup> Alle voci "Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie" e "Utili e perdite realizzati rivenienti da operazioni finanziarie".

## 7

## Risultato economico per il 2014

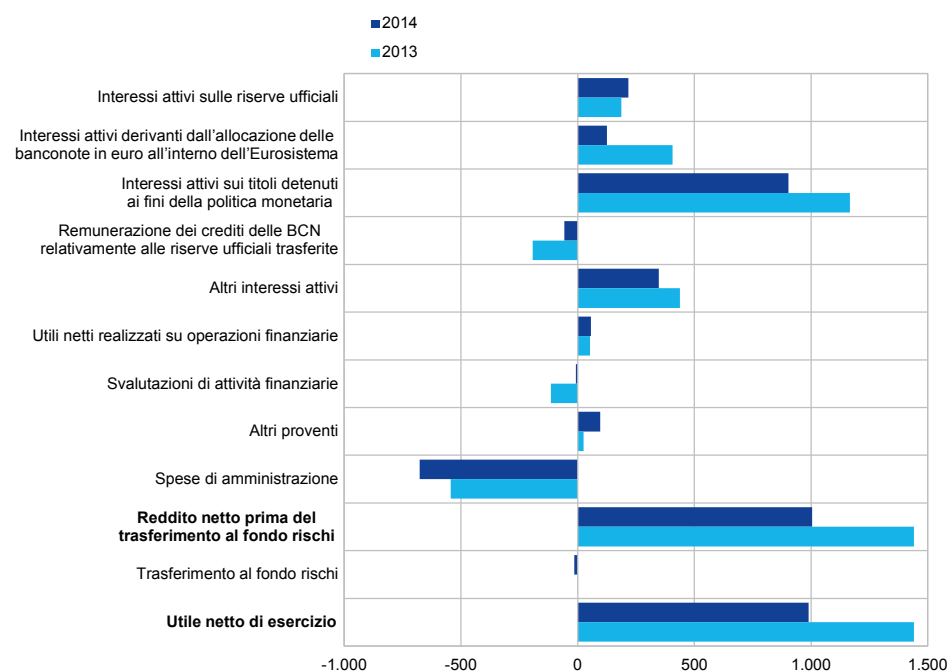
L'utile netto della BCE per il 2014 ammonta a 989 milioni di euro (1.440 milioni nel 2013), in seguito al trasferimento di 15 milioni di euro al fondo rischi (0,4 milioni nel 2013).

La figura 1 presenta le componenti del conto economico della BCE nel 2014 e nel 2013.

### Figura 1

#### Componenti del conto economico della BCE nel 2014 e nel 2013

(milioni di euro)



Fonte: BCE.

## Informazioni principali

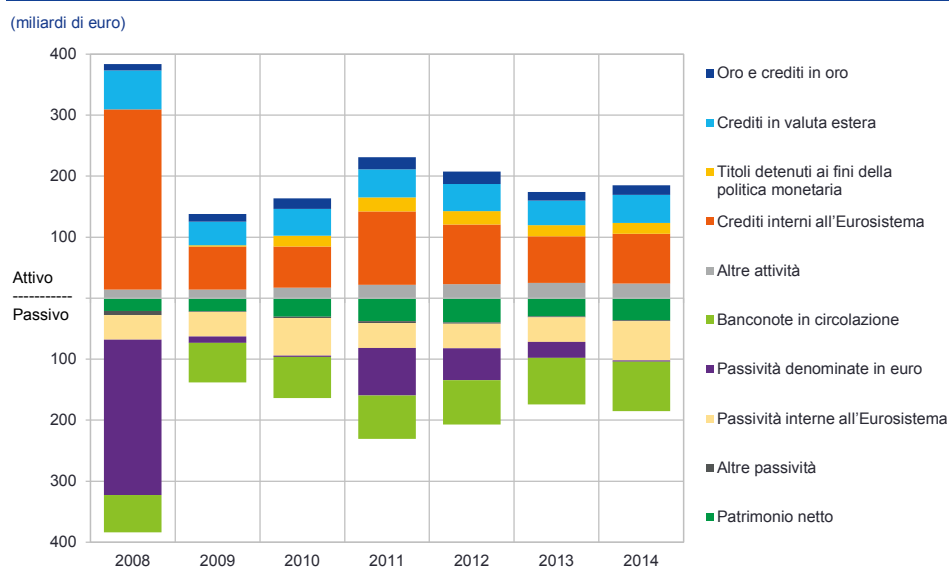
- Nel 2014 gli interessi attivi netti ammontano a 1.536 milioni di euro, rispetto a 2.005 milioni nel 2013, registrando una riduzione dovuta soprattutto ai seguenti fattori: (a) la diminuzione degli interessi attivi rivenienti dalla quota della BCE sul totale delle banconote in euro in circolazione riconducibile al più contenuto tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) nel 2014 e (b) una riduzione degli interessi attivi derivanti dai portafogli costituiti nell'ambito dell'SMP e del primo e del secondo CBPP dovuta ai titoli giunti a scadenza. Gli effetti di tali andamenti sono stati parzialmente compensati dal calo degli interessi passivi corrisposti alle BCN dei paesi dell'area dell'euro sui crediti relativi alle riserve ufficiali da queste trasferite alla BCE.
- Nel 2014 l'incremento complessivo del valore di mercato dei titoli del portafoglio in dollari e del portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri ha determinato una notevole diminuzione delle svalutazioni nell'esercizio, che ammontano a 8 milioni di euro (115 milioni nel 2013).
- Rispetto all'esercizio precedente, nel 2014 le spese di amministrazione totali della BCE, inclusi gli ammortamenti, sono passate da 527 milioni a 677 milioni di euro. L'incremento è dovuto principalmente alle spese connesse all'MVU. Le spese sostenute per la costruzione della nuova sede della BCE sono state in gran parte capitalizzate e risultano quindi escluse da questa voce.
- Nel novembre 2014 la BCE si è trasferita nella nuova sede. Le spese capitalizzate sostenute fino a quel momento sono state pertanto stornate dalla voce "Immobilizzazioni in corso" alle pertinenti poste dell'attivo. L'ammortamento ha inizio nel gennaio 2015, in linea con le disposizioni stabilite dalla BCE.
- Modifica dei criteri di valutazione: come illustrato nelle relative note, il trattamento contabile dei titoli detenuti ai fini della politica monetaria è stato modificato. Questi titoli sono ora contabilizzati al costo ammortizzato tenendo conto di eventuali riduzioni durevoli di valore, indipendentemente dalla volontà di detenerli fino a scadenza. Questa modifica non ha avuto alcun effetto sul risultato economico della BCE.

## 8 Evoluzione a lungo termine del bilancio della BCE

Le figure 2 e 3 presentano l'evoluzione dello stato patrimoniale e del conto economico della BCE nonché delle rispettive componenti nel periodo 2008-2014.

**Figura 2**

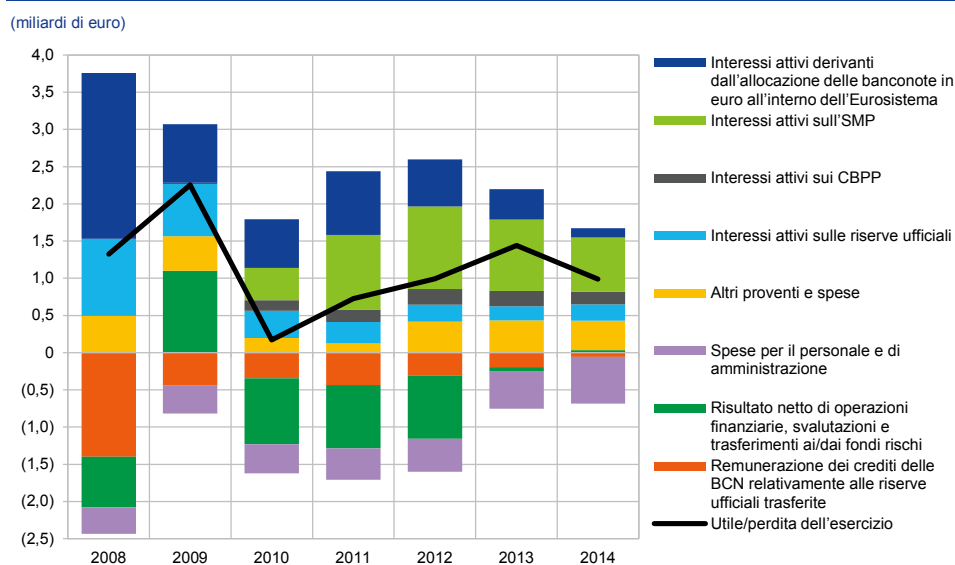
Evoluzione dello stato patrimoniale della BCE nel periodo 2008-2014



Fonte: BCE.

**Figura 3**

Evoluzione del conto economico della BCE nel periodo 2008-2014



Fonte: BCE.

Lo stato patrimoniale ha registrato una notevole contrazione dal 2008. Il miglioramento delle condizioni di finanziamento in dollari statunitensi per le controparti dell'Eurosistema ha determinato una graduale riduzione delle operazioni di liquidità in dollari offerte dall'Eurosistema. La concomitante diminuzione dei crediti interni all'Eurosistema della BCE e delle relative passività denominate in euro è il fattore principale della riduzione complessiva dello stato patrimoniale della Banca in questo periodo. Tale riduzione è stata compensata solo in parte (a) dall'incremento delle banconote in circolazione, (b) dagli acquisiti di titoli detenuti ai fini della politica monetaria e (c) dall'aumento del patrimonio netto, formato dal capitale della BCE, dal fondo rischi generali e dai conti di rivalutazione.

L'ammontare dell'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 2014 è stato pari allo 0,16%, rispetto al 4% del 2008, e quindi gli interessi attivi rivenienti dalle banconote in circolazione sono passati da 2,2 miliardi di euro nel 2008 a 0,1 miliardi nel 2014.
- Al fondo rischi generali è stato conferito un ammontare di 3,6 miliardi di euro. Questi trasferimenti al fondo riducono l'utile di un importo equivalente.
- Il reddito riveniente dalle riserve ufficiali si è ridotto gradualmente, soprattutto a causa della flessione dei rendimenti in dollari statunitensi e dal risultante calo degli interessi attivi generati sul portafoglio in dollari. Gli interessi attivi netti sulle riserve ufficiali si attestano a 0,2 miliardi di euro nel 2014, rispetto a 1 miliardo nel 2008.
- Gli acquisti di titoli detenuti ai fini della politica monetaria, nell'ambito dell'SMP e dei CBPP, hanno generato in media il 55% degli interessi attivi netti totali della BCE negli ultimi cinque anni.

# Bilancio della BCE

## Stato patrimoniale al 31 dicembre 2014

<b>ATTIVO</b>	<b>Nota n.</b>	<b>2014 €</b>	<b>2013 €</b>
<b>Oro e crediti in oro</b>	<b>1</b>	<b>15.980.317.601</b>	<b>14.063.991.807</b>
<b>Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro</b>	<b>2</b>		
Crediti verso l'FMI	2.1	669.336.060	627.152.259
Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	2.2	43.730.904.005	38.764.255.039
		<b>44.400.240.065</b>	<b>39.391.407.298</b>
<b>Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro</b>	<b>2.2</b>	<b>1.783.727.949</b>	<b>1.270.792.764</b>
<b>Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	<b>3</b>		
Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti	3.1	0	535.000.000
<b>Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro</b>	<b>4</b>	<b>2.120.620</b>	<b>9.487</b>
<b>Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	<b>5</b>		
Titoli detenuti ai fini della politica monetaria	5.1	17.787.948.367	18.159.937.704
<b>Crediti interni all'Eurosistema</b>	<b>6</b>		
Crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	6.1	81.322.848.550	76.495.146.585
<b>Altre attività</b>	<b>7</b>		
Immobilizzazioni materiali e immateriali	7.1	1.249.596.659	971.175.790
Altre attività finanziarie	7.2	20.626.359.858	20.466.245.900
Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"	7.3	319.624.726	104.707.529
Ratei e risconti attivi	7.4	725.224.031	977.552.068
Varie	7.5	1.092.627.246	1.739.308.724
		<b>24.013.432.520</b>	<b>24.258.990.011</b>
<b>Totale attivo</b>		<b>185.290.635.672</b>	<b>174.175.275.656</b>

<b>PASSIVO</b>	<b>Nota n.</b>	<b>2014 €</b>	<b>2013 €</b>
<b>Banconote in circolazione</b>	8	<b>81.322.848.550</b>	<b>76.495.146.585</b>
<b>Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	9		
Altre passività	9.1	<b>1.020.000.000</b>	<b>1.054.000.000</b>
<b>Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	10	<b>900.216.447</b>	<b>24.765.513.795</b>
<b>Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro</b>	11		
Depositi, conti di natura diversa e altre passività	11.1	<b>458.168.063</b>	<b>18.478.777</b>
<b>Passività interne all'Eurosistema</b>	12		
Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali	12.1	40.553.154.708	40.309.644.425
Altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	12.2	23.579.372.965	119.857.494
		<b>64.132.527.673</b>	<b>40.429.501.919</b>
<b>Altre passività</b>	13		
Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"	13.1	178.633.615	185.010.549
Ratei e risconti passivi	13.2	96.191.651	370.542.207
Varie	13.3	869.549.503	786.331.706
		<b>1.144.374.769</b>	<b>1.341.884.462</b>
<b>Accantonamenti</b>	14	<b>7.688.997.634</b>	<b>7.619.546.534</b>
<b>Conti di rivalutazione</b>	15	<b>19.937.644.696</b>	<b>13.358.190.073</b>
<b>Capitale e riserve</b>	16		
Capitale	16.1	<b>7.697.025.340</b>	<b>7.653.244.411</b>
<b>Utile dell'esercizio</b>		<b>988.832.500</b>	<b>1.439.769.100</b>
<b>Totale passivo</b>		<b>185.290.635.672</b>	<b>174.175.275.656</b>

## Conto economico per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2014

	Nota n.	2014 €	2013 €
Interessi attivi sulle riserve ufficiali	24.1	217.003.159	187.279.973
Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	24.2	125.806.228	406.310.130
Altri interessi attivi	24.4	2.512.243.088	6.477.297.658
<i>Interessi attivi</i>		<i>2.855.052.475</i>	<i>7.070.887.761</i>
Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite	24.3	(57.015.146)	(192.248.631)
Altri interessi passivi	24.4	(1.262.336.836)	(4.873.777.652)
<i>Interessi passivi</i>		<i>(1.319.351.982)</i>	<i>(5.066.026.283)</i>
<b>Interessi attivi netti</b>	<b>24</b>	<b>1.535.700.493</b>	<b>2.004.861.478</b>
Utili e perdite realizzati rivenienti da operazioni finanziarie	25	57.260.415	52.122.402
Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie	26	(7.863.293)	(114.607.365)
Accantonamenti ai/utilizzi dei fondi per i rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro		(15.009.843)	(386.953)
<b>Risultato netto di operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi</b>		<b>34.387.279</b>	<b>(62.871.916)</b>
<b>Proventi/spese netti per provvigioni e commissioni</b>	<b>27, 28</b>	<b>28.158.654</b>	<b>(2.126.773)</b>
<b>Proventi da azioni e partecipazioni</b>	<b>29</b>	<b>780.935</b>	<b>1.168.907</b>
<b>Altri proventi</b>	<b>30</b>	<b>67.253.502</b>	<b>26.107.807</b>
<b>Proventi totali netti</b>		<b>1.666.280.863</b>	<b>1.967.139.503</b>
Spese per il personale	31	(301.142.390)	(240.523.980)
Spese di amministrazione	32	(353.579.537)	(268.183.737)
Ammortamento di immobilizzazioni materiali e immateriali		(15.312.728)	(10.468.686)
Servizi di produzione di banconote	33	(7.413.708)	(8.194.000)
<b>Utile dell'esercizio</b>		<b>988.832.500</b>	<b>1.439.769.100</b>

*Francoforte sul Meno, 10 febbraio 2015*

BANCA CENTRALE EUROPEA

Mario Draghi  
Presidente

# Criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio<sup>1</sup>

## Forma e presentazione del bilancio

Il bilancio della BCE è stato predisposto in modo da rappresentare correttamente la situazione patrimoniale e finanziaria della BCE e il risultato economico di esercizio. Esso è conforme ai principi e criteri contabili<sup>2</sup> di seguito delineati, che il Consiglio direttivo della BCE ritiene adeguati alla natura dell'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 continuazione dell'attività (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 dei costi storici adeguati 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 e le operazioni vengono iscritte in bilancio. Gli acquisti e le vendite di valuta estera

<sup>1</sup> I criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio della BCE sono definiti in dettaglio nella Decisione BCE/2010/21, dell'11 novembre 2010, GU L 35 del 9.2.2011, pag. 1. Questo atto giuridico è stato modificato da ultimo dalla Decisione BCE/2014/55, del 15 dicembre 2014, GU L 68 del 13.3.2015, pag. 54.

<sup>2</sup> Tali criteri 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.

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 le passività denominate in valuta estera sono convertite in euro al tasso di cambio vigente nel giorno di chiusura del bilancio, mentre per le rendite e le spese si utilizza il 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 a fine esercizio. 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 2014 è stato calcolato con riferimento al tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro statunitense al 31 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 quattro valute principali (dollaro statunitense, euro, sterlina britannica e yen giapponese) convertite in euro al 31 dicembre 2014.

## Titoli

### *Titoli detenuti ai fini della politica monetaria*

Prima del 2014 tutti i titoli acquistati per finalità di politica monetaria sono stati classificati come detenuti fino a scadenza e quindi valutati al costo ammortizzato, tenendo conto di eventuali riduzioni durevoli di valore. Nel 2014 il Consiglio direttivo ha deciso che questi titoli attualmente detenuti ai fini della politica monetaria sarebbero stati contabilizzati al costo ammortizzato tenendo conto di eventuali riduzioni durevoli di valore, indipendentemente dalla volontà di detenerli fino a scadenza. Questo cambiamento dei criteri di valutazione non ha dato luogo ad alcuna rettifica degli importi comparabili per il 2013, poiché tutti i titoli della specie erano già valutati al costo ammortizzato tenendo conto di eventuali riduzioni durevoli di valore.

## Altri titoli

I titoli negoziabili (diversi da quelli detenuti ai fini della 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 2014 sono stati applicati i prezzi medi di mercato al 30 dicembre. Le azioni illiquide sono valutate 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 sostenute<sup>3</sup>. 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 espresse 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 acquistati vengono assimilati agli interessi attivi e 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.

---

<sup>3</sup> Ai ratei e agli accantonamenti di natura amministrativa si applica una soglia minima di 100.000 euro.

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.

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 in titoli, condotte nell'ambito di un programma di prestito titoli automatizzato sono rilevate nello stato patrimoniale soltanto nel caso in cui la garanzia venga fornita in contanti presso un conto della BCE. Nel 2014 la BCE non ha ricevuto alcuna garanzia rispondente a tali requisiti.

## 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 sono iscritti nel conto economico. La valutazione delle operazioni a termine in titoli e degli swap su tassi di interesse si basa su 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 rilevanti 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 Target2<sup>4</sup>, sono iscritti alla voce "Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro".

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

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

## Immobilizzazioni

Salvo i terreni e le opere d'arte, le immobilizzazioni (comprese quelle immateriali) sono valutate al costo dedotto l'ammortamento. I terreni e le opere d'arte sono valutati al costo. Riguardo all'ammortamento della nuova sede della BCE, i costi vengono adeguatamente imputati alle varie componenti, che a loro volta saranno 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.

---

<sup>4</sup> Al 31 dicembre 2014 partecipano a Target2 le seguenti BCN di paesi non appartenenti all'area dell'euro: Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria), Danmarks Nationalbank, Lietuvos bankas, Narodowy Bank Polski e Banca Națională a României.

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

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

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 19,5% e al 6,7% 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 integrative<sup>5</sup>, 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

<sup>5</sup> 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.

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 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'Eurosistema<sup>6</sup>. L'ammontare complessivo dei biglietti in euro in circolazione è ripartito fra le banche centrali dell'Eurosistema l'ultimo giorno lavorativo di ogni mese sulla base dello schema di allocazione delle banconote<sup>7</sup>.

Alla BCE è stata attribuita una quota pari all'8% 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 fruttifera<sup>8</sup>, 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

Il reddito riveniente alla BCE dalle banconote in euro in circolazione e dai titoli detenuti ai fini della politica monetaria acquistati nell'ambito (a) dell'SMP, (b) del terzo CBPP e (c) dell'ABSPP è dovuto alle BCN dei paesi dell'area dell'euro nello stesso esercizio in cui matura. Salvo diversa decisione del Consiglio direttivo, la BCE conferisce tale reddito nel gennaio dell'anno successivo tramite distribuzione provvisoria dell'utile<sup>9</sup>. L'ammontare è integralmente attribuito eccetto il caso in cui l'utile netto della BCE per l'esercizio sia inferiore al reddito derivante dalle banconote in euro in circolazione e dai titoli acquistati nel quadro dei suddetti programmi, fatte salve eventuali decisioni del Consiglio direttivo di effettuare trasferimenti al fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro. Il Consiglio direttivo può inoltre decidere di dedurre dal reddito riveniente dalle banconote in euro in circolazione i costi sopportati dalla BCE per l'emissione e la gestione operativa dei biglietti in euro.

---

<sup>6</sup> 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.

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> Decisione BCE/2010/23, del 25 novembre 2010, relativa alla distribuzione del reddito monetario delle banche centrali nazionali degli Stati membri la cui moneta è l'euro (rifusione), GU L 35 del 9.2.2011, pag. 17, e successive modifiche.

<sup>9</sup> Decisione BCE/2014/57, del 15 dicembre 2014, relativa alla distribuzione provvisoria del reddito della Banca centrale europea (rifusione), GU L 53 del 25.2.2015, pag. 24.

## Riclassificazioni

Negli esercizi precedenti le immobilizzazioni con costo inferiore a 10.000 euro erano interamente imputate al conto economico dell'anno di acquisto e il costo rilevato nella voce "Ammortamento di immobilizzazioni materiali e immateriali". Data la natura di questa spesa, nel 2014 la BCE ha deciso di registrare i relativi importi alla voce "Spese di amministrazione". A fini di raffronto, gli importi per il 2013 sono stati rettificati come segue.

	Publicato nel 2013 €	Rettifica dovuta a riclassificazione €	Importo ricalcolato €
Ammortamento di immobilizzazioni materiali e immateriali	(18.581.856)	8.113.170	(10.468.686)
Spese di amministrazione	(260.070.567)	(8.113.170)	(268.183.737)

La riclassificazione non ha avuto alcun effetto sull'utile netto dell'esercizio finanziario 2013.

## Altre informazioni

In considerazione del ruolo svolto dalla BCE quale banca centrale, il Comitato esecutivo ritiene che 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 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 2014 la BCE deteneva 16.178.193 onces<sup>10</sup> di oro fino (16.142.871 nel 2013). L'incremento di questa voce è dovuto al conferimento alla BCE di 35.322 onces di oro fino<sup>11</sup> effettuato dalla Latvijas Banka, all'atto dell'adozione della moneta unica da parte della Lettonia. Tuttavia, il controvalore in euro delle consistenze in oro fino della BCE è aumentato soprattutto a causa del rialzo del prezzo del metallo nel corso del 2014 (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 15, *Conti di rivalutazione*).

### 2 Crediti denominati in valuta estera verso residenti e non residenti nell'area dell'euro

#### 2.1 Crediti verso l'FMI

Questa voce dell'attivo rappresenta la quota detenuta dalla BCE di DSP al 31 dicembre 2014, 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). L'incremento del controvalore in euro delle consistenze in DSP della BCE è ascrivibile in prevalenza all'apprezzamento del DSP nei confronti della moneta unica nel 2014.

#### 2.2 Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero e crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro

Queste due poste sono rappresentate da conti presso banche e prestiti denominati in valuta estera, nonché da investimenti in titoli denominati in dollari statunitensi e yen giapponesi.

---

<sup>10</sup> Corrispondenti a 503,2 tonnellate.

<sup>11</sup> Il trasferimento, per un controvalore di 30,8 milioni di euro, è stato eseguito con effetto dal 1° gennaio 2014.

Crediti verso non residenti nell'area dell'euro	2014 €	2013 €	Variazione €
Conti correnti	2.618.332.591	939.722.501	1.678.610.090
Depositi del mercato monetario	1.035.952.558	1.001.428.468	34.524.090
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	986.131.163	87.738.380	898.392.783
Investimenti in titoli	39.090.487.693	36.735.365.690	2.355.122.003
<b>Totale</b>	<b>43.730.904.005</b>	<b>38.764.255.039</b>	<b>4.966.648.966</b>

Crediti verso residenti nell'area dell'euro	2014 €	2013 €	Variazione €
Conti correnti	4.035.172	4.242.115	(206.943)
Depositi del mercato monetario	1.599.827.033	1.266.550.649	333.276.384
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	179.865.744	0	179.865.744
<b>Totale</b>	<b>1.783.727.949</b>	<b>1.270.792.764</b>	<b>512.935.185</b>

Nel 2014 tali voci sono aumentate principalmente per effetto dell'apprezzamento del dollaro statunitense nei confronti dell'euro.

Inoltre, allorché la Lettonia ha adottato la moneta unica con effetto dal 1° gennaio 2014, la Latvijas Banka ha trasferito alla BCE riserve ufficiali denominate in yen giapponesi per un controvalore di 174,5 milioni di euro.

Consistenze nette in valuta estera (dollari statunitensi e yen giapponesi)<sup>12</sup> detenute dalla BCE al 31 dicembre 2014:

	2014 Valuta in milioni	2013 Valuta in milioni
Dollari statunitensi	45.649	45.351
Yen giapponesi	1.080.094	1.051.062

## 3 Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro

### 3.1 Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti

Al 31 dicembre 2013 questa voce è rappresentata da un credito verso la banca centrale di un paese non appartenente all'area dell'euro concesso in base a un accordo con la BCE su operazioni a termine. Ai sensi dell'accordo, la banca centrale in questione può disporre di euro a fronte di adeguate garanzie per svolgere operazioni di erogazione di liquidità in ambito nazionale.

Al 31 dicembre 2014 non si rilevano crediti relativi a tali operazioni.

<sup>12</sup> Tali consistenze comprendono attività meno passività denominate nelle divise che sono soggette a valutazione da cambio. Sono iscritte alle voci "Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro", "Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro", "Ratei e risconti attivi", "Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro", "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.

## 4 Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro

Al 31 dicembre 2014 questa voce comprende conti correnti di residenti nell'area dell'euro.

## 5 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro

### 5.1 Titoli detenuti ai fini della politica monetaria

Al 31 dicembre 2014 questa voce include 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) e del Programma di acquisto di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (ABSPP).

Gli acquisti relativi al primo CBPP sono stati portati a compimento il 30 giugno 2010, mentre il secondo CBPP è terminato il 31 ottobre 2012. L'SMP è cessato il 6 settembre 2012.

Il 2 ottobre 2014 il Consiglio direttivo ha annunciato le modalità operative del terzo CBPP e dell'ABSPP. Tali programmi, della durata di almeno due anni, favoriranno l'offerta di credito all'economia dell'area dell'euro, produrranno ricadute positive su altri mercati e, di conseguenza, allenteranno l'orientamento di politica monetaria della BCE. Nel quadro dei due programmi la BCE e le BCN possono acquistare, sui mercati primario e secondario, obbligazioni garantite denominate in euro emesse nell'area dell'euro e tranche mezzanine garantite e senior di titoli derivanti da cartolarizzazioni denominati in euro emessi da soggetti residenti nell'area dell'euro.

I titoli relativi a tutti i cinque programmi sono valutati sulla base del 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). Sulla base degli importi recuperabili stimati a fine esercizio vengono condotte verifiche annuali sulle riduzioni durevoli di valore. Il Consiglio direttivo ha ritenuto che gli indicatori delle riduzioni durevoli di valore non abbiano influito sulle stime dei futuri flussi di cassa attesi per la BCE e, quindi, non sono state registrate perdite ascrivibili a detti titoli nel 2014.

Il costo ammortizzato dei titoli e il loro valore di mercato<sup>13</sup> (che non è iscritto nello stato patrimoniale né nel conto economico ma è riportato solo a fini di raffronto) sono indicati nella tavola seguente.

<sup>13</sup> 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.

	2014 €		2013 €		Variazione €	
	Costo ammortizzato	Valore di mercato	Costo ammortizzato	Valore di mercato	Costo ammortizzato	Valore di mercato
Primo CBPP	2.395.178.568	2.576.479.183	3.710.724.329	3.880.523.066	(1.315.545.761)	(1.304.043.883)
Secondo CBPP	1.249.397.951	1.367.880.767	1.459.074.444	1.559.027.391	(209.676.493)	(191.146.624)
Terzo CBPP	2.298.798.185	2.314.787.199	-	-	2.298.798.185	2.314.787.199
SMP	10.100.343.269	11.247.795.991	12.990.138.931	13.689.860.491	(2.889.795.662)	(2.442.064.500)
ABSPP	1.744.230.394	1.742.441.349	-	-	1.744.230.394	1.742.441.349
<b>Totale</b>	<b>17.787.948.367</b>	<b>19.249.384.489</b>	<b>18.159.937.704</b>	<b>19.129.410.948</b>	<b>(371.989.337)</b>	<b>119.973.541</b>

La diminuzione del costo ammortizzato dei portafogli relativi (a) al primo e al secondo CBPP e (b) all'SMP è dovuta ai rimborsi.

Il Consiglio direttivo valuta periodicamente i rischi finanziari connessi ai portafogli detenuti nel quadro dei cinque programmi.

## 6 Crediti interni all'Eurosistema

### 6.1 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 principali (cfr. la nota 24.2, *Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema*).

## 7 Altre attività

### 7.1 Immobilizzazioni materiali e immateriali

Voci iscritte al 31 dicembre 2014:

	2014 €	2013 €	Variazione €
<b>Costo</b>			
Terreni e fabbricati	997.154.850	170.824.151	826.330.699
Attrezzature all'interno degli edifici	212.838.181	72.341	212.765.840
Computer (hardware e software)	71.812.322	76.353.659	(4.541.337)
Impianti, mobili e automezzi	82.854.876	13.746.611	69.108.265
Immobilizzazioni in corso	16.163.065	847.217.209	(831.054.144)
Altre immobilizzazioni	8.241.408	7.751.953	489.455
<b>Costo totale</b>	<b>1.389.064.702</b>	<b>1.115.965.924</b>	<b>273.098.778</b>
<b>Fondo di ammortamento</b>			
Terreni e fabbricati	(88.477.513)	(86.542.592)	(1.934.921)
Attrezzature all'interno degli edifici	(72.342)	(72.341)	(1)
Computer (hardware e software)	(38.380.961)	(45.004.046)	6.623.085
Impianti, mobili e automezzi	(11.908.686)	(12.797.447)	888.761
Altre immobilizzazioni	(628.541)	(373.708)	(254.833)
<b>Fondo di ammortamento totale</b>	<b>(139.468.043)</b>	<b>(144.790.134)</b>	<b>5.322.091</b>
<b>Valore netto contabile</b>	<b>1.249.596.659</b>	<b>971.175.790</b>	<b>278.420.869</b>

La nuova sede della BCE è divenuta pronta all'uso nel novembre 2014 e di conseguenza i relativi costi sono stati stornati dalle "Immobilizzazioni in corso" alle voci pertinenti. L'incremento del costo dei cespiti ricompresi nelle voci "Terreni e fabbricati", "Attrezzature all'interno degli edifici" e "Impianti, mobili e automezzi" riflette soprattutto tale storno, nonché i lavori eseguiti negli ultimi due mesi del 2014 per la nuova sede della BCE.

Inoltre, il contributo di 15,3 milioni di euro conferito dal Comune di Francoforte per la conservazione della Grossmarkhalle, esposto negli esercizi precedenti alla voce "Ratei e risconti passivi", è stato portato a compensazione del costo del nuovo edificio.

### 7.2 Altre attività finanziarie

Includono gli investimenti dei fondi propri<sup>14</sup> della BCE detenuti in contropartita diretta del capitale e delle riserve, nonché altre attività finanziarie comprendenti 3.211 azioni della Banca dei regolamenti internazionali (BRI) contabilizzate al costo di acquisto di 41,8 milioni di euro.

<sup>14</sup> 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 13.3, *Varie*).

Le componenti di questa voce sono:

	2014 €	2013 €	Variazione €
Conti correnti in euro	4.684.410	4.620.701	63.709
Titoli denominati in euro	19.091.635.302	18.068.315.142	1.023.320.160
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine in euro	1.488.138.078	2.351.403.533	(863.265.455)
Altre attività finanziarie	41.902.068	41.906.524	(4.456)
<b>Totale</b>	<b>20.626.359.858</b>	<b>20.466.245.900</b>	<b>160.113.958</b>

L'incremento netto di tale posta nel 2014 è ascrivibile soprattutto (a) al reinvestimento degli interessi attivi generati dal portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri e (b) all'aumento del valore di mercato dei titoli denominati in euro.

### 7.3 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 2014 (cfr. la nota 22, *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 plusvalenze da valutazione sulle operazioni di swap su tassi di interesse in essere (cfr. la nota 20, *Swap su tassi di interesse*).

### 7.4 Ratei e risconti attivi

Nel 2014 questa voce comprende gli interessi cedolari maturati sui titoli, compresi i dietimi di interesse versati al momento dell'acquisto, per 603,9 milioni di euro (708,3 milioni nel 2013) (cfr. le note 2.2, *Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero e crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro*, 5, *Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro*, e 7.2, *Altre attività finanziarie*).

Questa posta comprende inoltre gli interessi attivi maturati sui saldi Target2 dovuti dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro per dicembre 2014, pari a 25,5 milioni di euro (155,1 milioni nel 2013), e gli interessi maturati sui crediti della BCE relativi all'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema per l'ultimo trimestre (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio), pari a 10,0 milioni di euro (69,2 milioni nel 2013).

Sono ricompresi anche (a) i redditi maturati con riferimento ai progetti comuni dell'Eurosistema (cfr. la nota 30, *Altri proventi*), (b) i redditi maturati in relazione

all'MVU (cfr. la nota 28, *Proventi e spese derivanti dalle funzioni di vigilanza*), (c) gli interessi attivi generati da altre attività finanziarie e (d) i risconti vari.

## 7.5 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 12.2, *Altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)*).

La posta include anche:

- (a) saldi connessi alle operazioni di swap e a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2014 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);
- (b) un credito nei confronti del ministero delle finanze della Repubblica federale di Germania per il recupero dell'IVA e di altre imposte indirette. Tali imposte sono rimborsabili ai sensi dell'articolo 3 del Protocollo sui privilegi e sulle immunità dell'Unione europea, che si applica alla BCE in virtù dell'articolo 39 dello Statuto del SEBC.

## 8 Banconote in circolazione

Questa voce indica la quota spettante alla BCE (8%) 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).

## 9 Passività denominate in euro verso 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) costituiti a garanzia della BCE a fronte dei pagamenti dell'EBA regolati in Target2.

## 10 Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro

Al 31 dicembre 2014 la voce include una passività di 0,9 miliardi di euro (24,6 miliardi nel 2013) costituita dai saldi debitori della BCE nei confronti di BCN di paesi non appartenenti all'area dell'euro e di altre banche centrali, a seguito o in contropartita di operazioni regolate tramite Target2. La diminuzione dei saldi nel 2014 è riconducibile a pagamenti disposti da non residenti a favore di residenti nell'area dell'euro e ha dato luogo a un incremento dei saldi Target2 delle BCN dei paesi dell'area nei confronti della BCE (cfr. la nota 12.2, *Altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)*).

Nel 2013 questa voce comprendeva anche una passività di 0,2 miliardi di euro inerente all'accordo temporaneo 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. Le operazioni di back-to-back swap danno luogo a saldi interni all'Eurosistema fra la BCE e le BCN. Tenuto conto del notevole miglioramento delle condizioni di finanziamento in dollari e della domanda contenuta di operazioni di liquidità nella valuta statunitense, nel 2014 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre gradualmente l'offerta di dette operazioni. Al 31 dicembre 2014 non si rilevano saldi relativi a tali operazioni. Considerato che le linee permanenti di swap in essere hanno creato un quadro per l'erogazione di liquidità in dollari statunitensi alle controparti, in futuro la BCE valuterà con frequenza regolare la necessità di condurre dette operazioni, qualora richiesto dalle condizioni del mercato.

## 11 Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro

### 11.1 Depositi, conti di natura diversa e altre passività

Tale posta di bilancio comprende passività connesse a operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine effettuate con non residenti nell'area dell'euro nel quadro della gestione delle riserve in valuta estera della BCE.

## 12 Passività interne all'Eurosistema

### 12.1 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.

La modifica delle quote delle BCN nello schema di sottoscrizione del capitale della BCE (cfr. la nota 16, *Capitale e riserve*), nonché il conferimento di riserve valutarie da parte della Latvijas Banka all'atto dell'adozione della moneta unica in Lettonia hanno determinato un incremento di 243.510.283 euro di tali passività.

	Dal 1° gennaio 2014 €	Ai 31 dicembre 2013 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1.435.910.943	1.401.024.415
Deutsche Bundesbank	10.429.623.058	10.871.789.515
Eesti Pank	111.729.611	103.152.857
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	672.637.756	643.894.039
Bank of Greece	1.178.260.606	1.129.060.170
Banco de España	5.123.393.758	4.782.873.430
Banque de France	8.216.994.286	8.190.916.316
Banca d'Italia	7.134.236.999	7.218.961.424
Central Bank of Cyprus	87.679.928	77.248.740
Latvijas Banka	163.479.892	-
Banque centrale du Luxembourg	117.640.617	100.776.864
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	37.552.276	36.798.912
De Nederlandsche Bank	2.320.070.006	2.298.512.218
Oesterreichische Nationalbank	1.137.636.925	1.122.511.702
Banco de Portugal	1.010.318.483	1.022.024.594
Banka Slovenije	200.220.853	189.499.911
Národná banka Slovenska	447.671.807	398.761.127
Suomen Pankki - Finlands Bank	728.096.904	721.838.191
<b>Totale</b>	<b>40.553.154.708</b>	<b>40.309.644.425</b>

Il credito della Latvijas Banka è stato fissato a 163.479.892 euro in modo da assicurare che il rapporto fra tale credito e l'importo complessivo dei crediti delle altre BCN dei paesi dell'area dell'euro fosse pari al rapporto fra la quota attribuita alla Latvijas Banka nello schema di sottoscrizione del capitale della BCE e le quote complessivamente assegnate alle altre BCN dei paesi dell'area dell'euro. La differenza fra il credito e il valore delle attività trasferite (cfr. le note 1, *Oro e crediti in oro*, e 2.2, *Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero e crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro*) è stata assimilata ai contributi alle riserve e agli accantonamenti equivalenti a riserve della BCE in essere al 31 dicembre 2013, dovuti dalla Latvijas Banka ai sensi dell'articolo 48.2 dello Statuto del SEBC (cfr. le note 14, *Fondi di accantonamento*, e 15, *Conti di rivalutazione*).

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 24.3, *Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite*).

## 12.2 Altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)

Nel 2014 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 al regolamento in Target2 di pagamenti disposti da non residenti a favore di residenti nell'area dell'euro (cfr. la nota 10, *Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro*). Anche la riduzione delle consistenze relative alle operazioni di back-to-back swap condotte con le BCN al fine di consentire a queste ultime di erogare liquidità in dollari statunitensi ha contribuito all'aumento della passività netta nel 2014. L'impatto di questi due fattori è stato in parte compensato dai rimborsi dei titoli acquistati nell'ambito dell'SMP e dei primi due CBPP regolati nei conti di 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).

	2014 €	2013 €
Saldi Target2 a debito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	(590.153.944.468)	(687.997.098.717)
Saldi Target2 a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	612.892.597.646	686.747.265.644
Saldi a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro relativamente alla distribuzione provvisoria del reddito della BCE	840.719.787	1.369.690.567
<b>Altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)</b>	<b>23.579.372.965</b>	<b>119.857.494</b>

## 13 Altre passività

### 13.1 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 2014 (cfr. la nota 22, *Operazioni di swap e a termine in valuta*). Le variazioni risultano dalla conversione in euro di queste operazioni ai tassi di cambio vigenti nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, a fronte del controvalore in euro che si ottiene dalla conversione delle operazioni al costo medio della rispettiva divisa esistente a tale data (cfr. le sezioni *Operazioni "fuori bilancio"* e *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

In questa voce sono esposte anche le minusvalenze da valutazione sulle operazioni di swap su tassi di interesse in essere (cfr. la nota 20, *Swap su tassi di interesse*).

## 13.2 Ratei e risconti passivi

Al 31 dicembre 2014 la voce è rappresentata essenzialmente da due componenti: gli interessi sui crediti relativi alle riserve ufficiali trasferite alla BCE dovuti alle BCN per l'intero esercizio (cfr. la nota 12.1, *Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali*) e gli interessi sui saldi Target2 dovuti alle BCN per l'ultimo mese dell'esercizio. I relativi importi sono stati regolati nel gennaio 2015. Nella voce confluiscono anche altri ratei passivi, compresi quelli sugli strumenti finanziari.

	2014 €	2013 €	Variazione €
Riserve ufficiali trasferite alla BCE	57.015.146	192.248.631	(135.233.485)
Target2	26.309.091	155.757.290	(129.448.199)
Altri ratei passivi	12.867.414	22.536.286	(9.668.872)
<b>Totale</b>	<b>96.191.651</b>	<b>370.542.207</b>	<b>(274.350.556)</b>

## 13.3 Varie

Nel 2014 tale posta comprende le operazioni in essere di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine, per un importo di 150,1 milioni di euro (480,4 milioni nel 2013), collegate alla gestione dei fondi propri della BCE (cfr. la nota 7.2, *Altre attività finanziarie*).

Nella voce rientrano anche i saldi relativi alle operazioni di swap e a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2014 (cfr. la nota 22, *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).

### Piani pensionistici della BCE, altri benefici successivi al rapporto di lavoro e altri benefici a lungo termine<sup>15</sup>

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, pari a 459,7 milioni di euro (131,9 milioni nel 2013).

#### Stato patrimoniale

Importi iscritti nello stato patrimoniale in relazione ai benefici successivi al rapporto di lavoro e agli altri benefici a lungo termine:

<sup>15</sup> Nelle tavole di questa nota la colonna "CE/CV" include gli importi relativi sia al Comitato esecutivo (CE) sia al Consiglio di vigilanza (CV) a partire dal 2014.

	2014 Personale	2014 CE/CV	2014 Totale	2013 Personale	2013 CE/CV	2013 Totale
	mln €	mln €	mln €	mln €	mln €	mln €
Valore attuale delle obbligazioni	1.087,1	24,5	1.111,6	650,6	17,8	668,4
Fair value delle attività a servizio del piano	(651,9)	-	(651,9)	(536,5)	-	(536,5)
<b>Passività netta per benefici definiti iscritta nello stato patrimoniale</b>	<b>435,2</b>	<b>24,5</b>	<b>459,7</b>	<b>114,1</b>	<b>17,8</b>	<b>131,9</b>

Nel 2014 il valore attuale dell'obbligazione nei confronti del personale, pari a 1.087,1 milioni di euro (650,6 milioni nel 2013), include gli impegni relativi ai 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 170,3 milioni di euro (109,4 milioni nel 2013). 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 2014:

	2014 Personale	2014 CE/CV	2014 Totale	2013 Personale	2013 CE/CV	2013 Totale
	mln €	mln €	mln €	mln €	mln €	mln €
Costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti	41,7	1,2	42,9	45,9	1,4	47,3
Interessi netti sulla passività netta per benefici definiti	4,5	0,7	5,2	8,6	0,6	9,2
<i>di cui:</i>						
Costo dell'obbligazione	25,1	0,7	25,8	24,4	0,6	25,0
Interessi attivi sulle attività del piano	(20,6)	-	(20,6)	(15,8)	-	(15,8)
(Utili)/perdite derivanti dal ricalcolo degli altri benefici a lungo termine	7,8	0,3	8,1	(3,2)	0	(3,2)
<b>Totale incluso in "Spese per il personale"</b>	<b>54,0</b>	<b>2,2</b>	<b>56,2</b>	<b>51,3</b>	<b>2,0</b>	<b>53,3</b>

## Variazioni dell'obbligazione a benefici definiti, delle attività del piano e dei risultati del ricalcolo

Variazioni del valore attuale dell'obbligazione a benefici definiti:

	2014 Personale	2014 CE/CV	2014 Totale	2013 Personale	2013 CE/CV	2013 Totale
	mln €	mln €	mln €	mln €	mln €	mln €
Obbligazione a benefici definiti iniziale	650,6	17,8	668,4	677,8	17,8	695,6
Costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti	41,7	1,2	42,9	45,9	1,4	47,3
Interessi passivi sull'obbligazione	25,1	0,7	25,8	24,4	0,6	25,0
Contributi versati dai partecipanti al piano	14,0	0,1	14,1	12,3	0,1	12,4
Benefici versati	(7,1)	(0,8)	(7,9)	(5,5)	(1,1)	(6,6)
(Utili)/perdite derivanti dal ricalcolo	362,8	5,5	368,3	(104,3)	(1,0)	(105,3)
<b>Obbligazione a benefici definiti finale</b>	<b>1.087,1</b>	<b>24,5</b>	<b>1.111,6</b>	<b>650,6</b>	<b>17,8</b>	<b>668,4</b>

Le perdite totali derivanti dal ricalcolo, pari a 368,3 milioni di euro per il 2014, sull'obbligazione a benefici definiti sono riconducibili principalmente alla riduzione del tasso di attualizzazione dal 3,75% al 2,0% fra il 2013 e il 2014. Per il 2013 il ricalcolo ha invece determinato utili, pari a 105,3 milioni di euro, in prevalenza ascrivibili ai fattori di conversione inferiori applicati nel computo dei trattamenti pensionistici da liquidare in futuro e all'aumento del tasso di attualizzazione dal 3,5% al 3,75% fra il 2012 e il 2013.

Variazioni nel 2014 del fair value delle attività a servizio del piano ricomprese nel fondo a benefici definiti per il personale:

	2014 mln €	2013 mln €
Fair value iniziale delle attività a servizio del piano	536,5	439,3
Interessi attivi sulle attività del piano	20,6	15,8
Utili derivanti dal ricalcolo	49,7	39,8
Contributi versati dal datore di lavoro	36,4	33,2
Contributi versati dai partecipanti al piano	14,0	12,3
Benefici versati	(5,3)	(3,9)
<b>Fair value finale delle attività a servizio del piano</b>	<b>651,9</b>	<b>536,5</b>

Sia nel 2014 che nel 2013 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.

A seguito della valutazione degli stanziamenti del piano pensionistico per il personale condotta al 31 dicembre 2013 dagli attuari della BCE, nel 2014 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre da 10,3 milioni a 6,8 milioni di euro il contributo annuale aggiuntivo dovuto fino al 2023. Questa decisione sarà riesaminata contestualmente alla prossima valutazione degli stanziamenti, prevista per il 2015. La riduzione è stata più che compensata (a) dall'aumento dei contributi versati dalla BCE al piano pensionistico del personale (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 (b) dall'incremento del numero dei partecipanti al piano dovuto ai preparativi per l'avvio dell'MVU (cfr. la nota 31, *Spese per il personale*). Di conseguenza, gli importi rilevati alla voce "Contributi versati dal datore di lavoro" sono aumentati a 36,4 milioni di euro (33,2 milioni nel 2013).

Variazioni nel 2014 dei risultati del ricalcolo (cfr. la nota 15, *Conti di rivalutazione*):

	2014 mln € <sup>16</sup>	2013 mln €
Utili/(perdite) iniziali derivanti dal ricalcolo	4,8	(137,1)
Utili sulle attività del piano	49,7	39,8
Utili/(perdite) sull'obbligazione	(368,3)	105,3
Perdite/(utili) iscritti nel conto economico	8,1	(3,2)
<b>Utili/(perdite) finali derivanti dal ricalcolo registrati nei "Conti di rivalutazione"</b>	<b>(305,6)</b>	<b>4,8</b>

<sup>16</sup> L'eventuale discrepanza fra il totale e la somma dei singoli importi è dovuta agli arrotondamenti.

## Ipotesi fondamentali

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.

	2014 %	2013 %
Tasso di attualizzazione	2,00	3,75
Rendimento atteso sulle attività del piano <sup>17</sup>	3,00	4,75
Incrementi generali futuri delle retribuzioni <sup>18</sup>	2,00	2,00
Incrementi dei trattamenti pensionistici futuri <sup>19</sup>	1,40	1,40

Nel 2014, inoltre, i versamenti volontari effettuati dal personale nel fondo a contribuzione definita ammontano a 110,6 milioni di euro (96,5 milioni nel 2013). Tali consistenze sono investite in attività a servizio del piano, ma danno luogo anche a un'obbligazione corrispondente di pari valore.

## 14 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, segnatamente minusvalenze da valutazione non coperte dai 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. La valutazione tiene conto di una serie di fattori, fra cui in particolare l'ammontare delle attività rischiose detenute, la misura in cui l'esposizione ai rischi si è concretizzata nell'esercizio finanziario corrente, i risultati previsti per l'esercizio successivo e una valutazione dei rischi che prevede il calcolo per le attività rischiose dei relativi valori a rischio (VaR), condotta in modo coerente nel corso del tempo. 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 2013 il fondo di accantonamento per i rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro ammontava a 7.529.669.242 euro. La

<sup>17</sup> Queste ipotesi sono state impiegate per calcolare la parte dell'obbligazione a benefici definiti della BCE finanziata da attività con garanzia sul capitale.

<sup>18</sup> Sono inoltre considerati gli aumenti futuri delle retribuzioni individuali fino all'1,8% l'anno, a seconda dell'età degli iscritti al piano.

<sup>19</sup> 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.

Latvijas Banka vi ha inoltre contribuito per 30.476.837 euro con effetto dal 1° gennaio 2014<sup>20</sup>. In base agli esiti della sua valutazione, il Consiglio direttivo ha deciso di trasferire al fondo, al 31 dicembre 2014, un importo di 15.009.843 euro. Il trasferimento riduce l'utile netto della BCE per l'esercizio 2014 a 988.832.500 euro e aumenta il fondo a 7.575.155.922 euro. A seguito dell'incremento del capitale versato della BCE nel 2014 (cfr. la nota 16, *Capitale e riserve*), l'importo del fondo corrisponde al valore del capitale della BCE versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro al 31 dicembre 2014.

## 15 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 13.3, *Varie*).

A seguito dell'adozione della moneta unica da parte della Lettonia, la Latvijas Banka ha contribuito a tali saldi per 54,1 milioni di euro con effetto dal 1° gennaio 2014.

	2014 €	2013 €	Variazione €
Oro	12.065.394.836	10.138.805.097	1.926.589.739
Valuta estera	7.046.435.041	2.540.202.558	4.506.232.483
Titoli e altri strumenti	1.131.424.399	674.356.531	457.067.868
Passività netta per benefici definiti relativa ai benefici successivi al rapporto di lavoro	(305.609.580)	4.825.887	(310.435.467)
<b>Totale</b>	<b>19.937.644.696</b>	<b>13.358.190.073</b>	<b>6.579.454.623</b>

L'incremento registrato per i conti di rivalutazione è ascrivibile in prevalenza al deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro statunitense e dell'oro nel 2014.

I tassi di cambio utilizzati per la valutazione di fine anno sono:

Tassi di cambio	2014	2013
Dollari statunitensi per euro	1,2141	1,3791
Yen giapponesi per euro	145,23	144,72
Euro per DSP	1,1924	1,1183
Euro per oncia di oro fino	987,769	871,220

<sup>20</sup> In conformità dell'articolo 48.2 dello Statuto del SEBC.

## 16 Capitale e riserve

### 16.1 Capitale

#### (A) Modifica allo schema di sottoscrizione del capitale della BCE

L'articolo 29 dello Statuto del SEBC prevede che la quota del capitale della BCE sottoscritta da ciascuna BCN sia ponderata in base al peso percentuale dello Stato membro di appartenenza nella popolazione totale e nel PIL dell'UE; questi dati, che contribuiscono in pari misura alla ponderazione, sono comunicati alla BCE dalla Commissione europea. I coefficienti di ponderazione sono adeguati con cadenza quinquennale e ogni volta che un nuovo Stato membro entra a far parte dell'UE. Dall'istituzione della BCE, il terzo di tali adeguamenti è stato apportato il 1° gennaio 2014.

In conformità della Decisione 2003/517/CE del Consiglio, del 15 luglio 2003, relativa ai dati statistici da usare per la determinazione dello schema di sottoscrizione del capitale della Banca centrale europea<sup>21</sup>, le quote delle BCN nel capitale della BCE sono state modificate il 1° gennaio 2014. Il nuovo schema di sottoscrizione è riportato di seguito.

---

<sup>21</sup> GU L 181 del 19.7.2003, pag. 43.

	Quote di partecipazione al capitale dal 1° gennaio 2014 %	Quote di partecipazione al capitale al 31 dicembre 2013 %
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2,4778	2,4176
Deutsche Bundesbank	17,9973	18,7603
Eesti Pank	0,1928	0,1780
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	1,1607	1,1111
Bank of Greece	2,0332	1,9483
Banco de España	8,8409	8,2533
Banque de France	14,1792	14,1342
Banca d'Italia	12,3108	12,4570
Central Bank of Cyprus	0,1513	0,1333
Latvijas Banka	0,2821	-
Banque centrale du Luxembourg	0,2030	0,1739
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0648	0,0635
De Nederlandsche Bank	4,0035	3,9663
Oesterreichische Nationalbank	1,9631	1,9370
Banco de Portugal	1,7434	1,7636
Banka Slovenije	0,3455	0,3270
Národná banka Slovenska	0,7725	0,6881
Suomen Pankki - Finlands Bank	1,2564	1,2456
<b>Totale parziale per le BCN dei paesi dell'area dell'euro</b>	<b>69,9783</b>	<b>69,5581</b>
Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria)	0,8590	0,8644
Česká národní banka	1,6075	1,4539
Danmarks Nationalbank	1,4873	1,4754
Hrvatska narodna banka	0,6023	0,5945
Latvijas Banka	-	0,2742
Lietuvos bankas	0,4132	0,4093
Magyar Nemzeti Bank	1,3798	1,3740
Narodowy Bank Polski	5,1230	4,8581
Banca Națională a României	2,6024	2,4449
Sveriges riksbank	2,2729	2,2612
Bank of England	13,6743	14,4320
<b>Totale parziale per le BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro</b>	<b>30,0217</b>	<b>30,4419</b>
<b>Totale</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

## (B) Capitale della BCE<sup>22</sup>

La Lettonia ha adottato la moneta unica il 1° gennaio 2014. In conformità dell'articolo 48.1 dello Statuto del SEBC, la Latvijas Banka ha versato un ammontare di 29.424.264 euro al 1° gennaio 2014, che rappresenta la rimanente parte della propria quota di sottoscrizione del capitale della BCE. La modifica delle quote di capitale sottoscritte dalle BCN unitamente all'ingresso della Lettonia nell'area dell'euro ha determinato un incremento di 43.780.929 euro del capitale versato della BCE, che si colloca quindi a 7.697.025.340 euro.

Le BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro sono tenute a versare il 3,75% della rispettiva quota del capitale sottoscritto della BCE quale contributo ai costi operativi della stessa. Alla fine del 2014 tale contributo ammonta a un totale di 121.869.418 euro. Le BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro non hanno

<sup>22</sup> I singoli importi sono arrotondati all'euro. Pertanto, l'eventuale discrepanza fra i totali e la somma dei totali parziali è dovuta agli arrotondamenti.

titolo a partecipare alla ripartizione degli utili, incluso il reddito riveniente dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema, né sono tenute al ripianamento delle perdite della BCE.

	Capitale sottoscritto dal 1° gennaio 2014 €	Capitale versato dal 1° gennaio 2014 €	Capitale sottoscritto al 31 dicembre 2013 €	Capitale versato al 31 dicembre 2013 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	268.222.025	268.222.025	261.705.371	261.705.371
Deutsche Bundesbank	1.948.208.997	1.948.208.997	2.030.803.801	2.030.803.801
Eesti Pank	20.870.614	20.870.614	19.268.513	19.268.513
Banc Ceannais na hÉireann/ Central Bank of Ireland	125.645.857	125.645.857	120.276.654	120.276.654
Bank of Greece	220.094.044	220.094.044	210.903.613	210.903.613
Banco de España	957.028.050	957.028.050	893.420.308	893.420.308
Banque de France	1.534.899.402	1.534.899.402	1.530.028.149	1.530.028.149
Banca d'Italia	1.332.644.970	1.332.644.970	1.348.471.131	1.348.471.131
Central Bank of Cyprus	16.378.236	16.378.236	14.429.734	14.429.734
Latvijas Banka	30.537.345	30.537.345	-	-
Banque centrale du Luxembourg	21.974.764	21.974.764	18.824.687	18.824.687
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	7.014.605	7.014.605	6.873.879	6.873.879
De Nederlandsche Bank	433.379.158	433.379.158	429.352.255	429.352.255
Oesterreichische Nationalbank	212.505.714	212.505.714	209.680.387	209.680.387
Banco de Portugal	188.723.173	188.723.173	190.909.825	190.909.825
Banka Slovenije	37.400.399	37.400.399	35.397.773	35.397.773
Národná banka Slovenska	83.623.180	83.623.180	74.486.874	74.486.874
Suomen Pankki - Finlands Bank	136.005.389	136.005.389	134.836.288	134.836.288
<b>Totale parziale per le BCN dei paesi dell'area dell'euro</b>	<b>7.575.155.922</b>	<b>7.575.155.922</b>	<b>7.529.669.242</b>	<b>7.529.669.242</b>
Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria)	92.986.811	3.487.005	93.571.361	3.508.926
Česká národní banka	174.011.989	6.525.450	157.384.778	5.901.929
Danmarks Nationalbank	161.000.330	6.037.512	159.712.154	5.989.206
Hrvatska narodna banka	65.199.018	2.444.963	64.354.667	2.413.300
Latvijas Banka	-	-	29.682.169	1.113.081
Lietuvos bankas	44.728.929	1.677.335	44.306.754	1.661.503
Magyar Nemzeti Bank	149.363.448	5.601.129	148.735.597	5.577.585
Narodowy Bank Polski	554.565.112	20.796.192	525.889.668	19.720.863
Banca Națională a României	281.709.984	10.564.124	264.660.598	9.924.772
Sveriges riksbank	246.041.586	9.226.559	244.775.060	9.179.065
Bank of England	1.480.243.942	55.509.148	1.562.265.020	58.584.938
<b>Totale parziale per le BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro</b>	<b>3.249.851.147</b>	<b>121.869.418</b>	<b>3.295.337.827</b>	<b>123.575.169</b>
<b>Totale</b>	<b>10.825.007.070</b>	<b>7.697.025.340</b>	<b>10.825.007.070</b>	<b>7.653.244.411</b>

## 17 Fatti contabili rilevanti successivi alla data di chiusura del bilancio

### 17.1 Ingresso della Lituania nell'area dell'euro

In conformità della Decisione 2014/509/UE del Consiglio, del 23 luglio 2014, emanata in virtù dell'articolo 140, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, la Lituania ha adottato la moneta unica il 1° gennaio 2015. Ai sensi dell'articolo 48.1 dello Statuto del SEBC e degli atti legali adottati dal Consiglio

direttivo il 31 dicembre 2014<sup>23</sup>, la Lietuvos bankas ha versato un ammontare di 43.051.594 euro al 1° gennaio 2015, che rappresenta la rimanente parte della propria quota di sottoscrizione del capitale della BCE. Ai termini dell'articolo 48.1 in combinato disposto con l'articolo 30.1 dello Statuto del SEBC, la Lietuvos bankas ha trasferito alla BCE riserve ufficiali per un controvalore totale di 338.656.542 euro con effetto dal 1° gennaio 2015. Le attività di riserva conferite erano composte per l'85% da dollari statunitensi (in contante) e per il 15% da oro.

La Lietuvos bankas ha iscritto crediti equivalenti al capitale versato e alle riserve valutarie trasferite, il cui trattamento è identico a quello applicato ai crediti in essere verso le altre BCN dei paesi dell'area dell'euro (cfr. la nota 12.1, *Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali*).

## Operazioni “fuori bilancio”

### 18 Programma di prestito titoli automatizzato

Nel quadro della gestione dei fondi propri, la BCE ha concluso un accordo su un programma di prestito titoli automatizzato, in base al quale è stato nominato un agente con l'incarico di effettuare dette operazioni di prestito, per conto della BCE, con una serie di controparti ritenute idonee. Al 31 dicembre 2014 sono quindi esposte operazioni temporanee per un ammontare di 4,8 miliardi di euro, a fronte di 3,8 miliardi nel 2013.

### 19 Future su tassi di interesse

Al 31 dicembre 2014 sono in essere le seguenti operazioni in valuta, esposte ai tassi di mercato di fine esercizio:

	2014 Valore dei contratti €	2013 Valore dei contratti €	Variazione €
Future su tassi di interesse in valuta			
Acquisti	911.374.681	495.975.636	415.399.045
Vendite	1.001.647.311	1.727.870.268	(726.222.957)

Tali operazioni sono state eseguite nell'ambito della gestione delle riserve ufficiali della BCE.

<sup>23</sup> Decisione BCE/2014/61, del 31 dicembre 2014, relativa al versamento del capitale, al trasferimento di attività di riserva e al contributo alle riserve e agli accantonamenti della Banca centrale europea da parte della Lietuvos bankas, GU L 50 del 21.2.2015, pag. 44; Accordo, del 31 dicembre 2014, tra la Lietuvos bankas e la Banca centrale europea in relazione alla somma accreditata alla Lietuvos bankas da parte della Banca centrale europea in virtù dell'articolo 30.3 dello Statuto del Sistema europea di banche centrali e della Banca centrale europea, GU C 64 del 21.2.2015, pag. 5.

## 20 Swap su tassi di interesse

Al 31 dicembre 2014 risultano in essere contratti di swap su tassi di interesse per un valore di 270,8 milioni di euro (252,0 milioni nel 2013), iscritti ai tassi di mercato di fine esercizio. Tali operazioni sono state eseguite nell'ambito della gestione delle riserve ufficiali della BCE.

## 21 Operazioni a termine in titoli

Al 31 dicembre 2014 sono in essere acquisti a termine di titoli per un ammontare di 245,2 milioni di euro. Tali operazioni sono state eseguite nell'ambito della gestione delle riserve ufficiali della BCE.

## 22 Operazione di swap e a termine in valuta

Tali operazioni sono state condotte nel 2014 nel quadro della gestione delle riserve ufficiali della BCE. Al 31 dicembre 2014 sono in essere le seguenti attività e passività per operazioni a termine, rilevate ai tassi di mercato di fine esercizio:

Operazione di swap e a termine in valuta	2014 €	2013 €	Variazione €
Attività	1.899.819.430	1.845.947.763	53.871.667
Passività	1.777.894.537	1.730.929.184	46.965.353

## 23 Gestione delle operazioni di raccolta e di prestito

La BCE è responsabile della gestione delle operazioni di raccolta e di prestito dell'UE condotte nell'ambito del meccanismo di sostegno finanziario a medio termine. Nel 2014 la BCE ha eseguito i pagamenti relativi ai prestiti concessi in tale contesto dall'UE alla Lettonia, all'Ungheria e alla Romania.

In virtù dell'accordo sul programma di prestiti tra gli Stati membri la cui moneta è l'euro<sup>24</sup> e la Kreditanstalt für Wiederaufbau<sup>25</sup> quali prestatori, la Repubblica ellenica quale prestatario e la Bank of Greece quale agente del prestatario, alla BCE compete il trattamento di tutti i relativi pagamenti per conto dei prestatori e del prestatario.

La BCE svolge inoltre un ruolo operativo nella gestione dei prestiti erogati nell'ambito del Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (MESF) e della European Financial Stability Facility (EFSF). Nel 2014 la BCE ha eseguito i pagamenti relativi ai prestiti concessi all'Irlanda e al Portogallo nel quadro del MESF, nonché a quelli concessi all'Irlanda, alla Grecia e al Portogallo nell'ambito dell'EFSF.

<sup>24</sup> Diversi dalla Repubblica ellenica e dalla Repubblica federale di Germania.

<sup>25</sup> La quale agisce nel pubblico interesse, è soggetta alle istruzioni della Repubblica federale di Germania e beneficia delle relative garanzie.

Inoltre, la BCE gestisce i pagamenti connessi al capitale autorizzato e alle operazioni di sostegno del Meccanismo europeo di stabilità (MES)<sup>26</sup>. Nel 2014 la BCE ha eseguito i pagamenti degli Stati membri la cui moneta è l'euro, in relazione al capitale autorizzato del MES, e i pagamenti del MES riguardanti i prestiti concessi a Cipro e alla Spagna.

---

<sup>26</sup> Il Trattato che istituisce il Meccanismo europeo di stabilità è entrato in vigore il 27 settembre 2012.

## Note al conto economico

### 24 Interessi attivi netti

#### 24.1 Interessi attivi sulle riserve ufficiali

Questa voce comprende interessi attivi, al netto di quelli passivi, afferenti le riserve valutarie nette della BCE.

	2014 €	2013 €	Variazione €
Interessi attivi sui conti correnti	571.710	601.611	(29.901)
Interessi attivi sui depositi del mercato monetario	4.234.448	6.868.776	(2.634.328)
Interessi attivi sulle operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	867.860	742.788	125.072
Interessi attivi netti sui titoli	206.165.493	172.250.735	33.914.758
Interessi attivi netti sulle operazioni di swap su tassi di interesse	407.588	1.833.740	(1.426.152)
Interessi attivi netti sulle operazioni di swap e a termine in valuta	4.570.710	5.237.310	(666.600)
<b>Interessi attivi totali sulle riserve ufficiali</b>	<b>216.817.809</b>	<b>187.534.960</b>	<b>29.282.849</b>
Interessi passivi sui conti correnti	(23.076)	(42.758)	19.682
Interessi passivi netti sulle operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine	208.426	(212.229)	420.655
<b>Interessi attivi sulle riserve ufficiali (netti)</b>	<b>217.003.159</b>	<b>187.279.973</b>	<b>29.723.186</b>

L'incremento complessivo di questa posta di bilancio nel 2014 è ascrivibile prevalentemente all'aumento degli interessi attivi maturati sul portafoglio in dollari statunitensi.

#### 24.2 Interessi attivi derivanti dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema

La voce accoglie gli interessi attivi derivanti dalla quota dell'8% 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 6.1, *Crediti derivanti dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema*). Malgrado l'aumento del 5,4% del valore medio dei biglietti in circolazione, si è registrata una riduzione degli interessi attivi nel 2014 dovuta al fatto che il tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato inferiore rispetto all'esercizio precedente (0,16% nel 2014 a fronte dello 0,55% del 2013).

#### 24.3 Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite

Tale voce registra la remunerazione corrisposta alle BCN dei paesi dell'area dell'euro sui crediti verso la BCE a fronte del trasferimento di riserve ufficiali in conformità dell'articolo 30.1 dello Statuto del SEBC (cfr. la nota 12.1, *Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali*). La diminuzione registrata nel 2014 riflette principalmente il fatto che il tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato inferiore rispetto a quello dell'esercizio precedente.

## 24.4 Altri interessi attivi e altri interessi passivi

Nel 2014 queste voci includono interessi attivi pari a 1,1 miliardi di euro (4,7 miliardi nel 2013) e interessi passivi per 1,1 miliardi di euro (4,7 miliardi nel 2013) maturati sui saldi Target2 (cfr. le note 12.2, *Altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)*, e 10, *Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro*).

Sono inoltre ricompresi interessi attivi netti per 727,7 milioni di euro (961,9 milioni nel 2013) sui titoli acquisiti dalla BCE nell'ambito dell'SMP, per 174,2 milioni di euro (204,2 milioni nel 2013) sui titoli riferiti ai CBPP e per 0,7 milioni di euro (0 milioni nel 2013) su quelli relativi all'ABSPP. Vi figurano anche interessi attivi e passivi rivenienti da altre attività e passività denominate in euro.

## 25 Utili e perdite realizzati rivenienti da operazioni finanziarie

La tavola seguente presenta gli utili netti realizzati nel 2014 su operazioni finanziarie.

	2014 €	2013 €	Variazione €
Utili netti da negoziazione realizzati	47.223.558	41.335.392	5.888.166
Utili netti da negoziazione realizzati in cambi e su oro	10.036.857	10.787.010	(750.153)
<b>Utili netti realizzati su operazioni finanziarie</b>	<b>57.260.415</b>	<b>52.122.402</b>	<b>5.138.013</b>

Nel 2014 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 un incremento complessivo ascrivibile in prevalenza all'aumento degli utili da negoziazione realizzati sui titoli del portafoglio in dollari statunitensi.

## 26 Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie

La tavola seguente riporta le svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie nel 2014.

	2014 €	2013 €	Variazione €
Perdite non realizzate su titoli	(7.664.489)	(114.606.755)	106.942.266
Perdite non realizzate su swap su tassi di interesse	(198.804)	(610)	(198.194)
<b>Totale svalutazioni</b>	<b>(7.863.293)</b>	<b>(114.607.365)</b>	<b>106.744.072</b>

Nel 2014 l'incremento complessivo del valore di mercato dei titoli del portafoglio in dollari statunitensi e del portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri ha determinato una notevole diminuzione delle svalutazioni rispetto al 2013.

## Proventi/spese netti per provvigioni e commissioni

	2014 €	2013 €	Variazione €
Provvigioni e commissioni attive	30.024.834	25.917	29.998.917
Provvigioni e commissioni passive	(1.866.180)	(2.152.690)	286.510
<b>Proventi/spese netti per provvigioni e commissioni</b>	<b>28.158.654</b>	<b>(2.126.773)</b>	<b>30.285.427</b>

Nel 2014 tali proventi sono rappresentati principalmente dai contributi per le attività di vigilanza (cfr. la nota 28, *Proventi e spese derivanti dalle funzioni di vigilanza*), ma anche dalle sanzioni pecuniarie irrogate agli enti creditizi per il mancato adempimento degli obblighi di riserva. Le spese sono rappresentate da provvigioni relative a conti correnti e future su tassi di interesse (cfr. la nota 19, *Future su tassi di interesse*).

## Proventi e spese derivanti dalle funzioni di vigilanza

Il 4 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.

I relativi costi annuali sopportati dalla BCE saranno recuperati tramite il pagamento di contributi annuali per le attività di vigilanza. I contributi coprono, ma non possono superare, le spese della BCE connesse alle funzioni di vigilanza nel periodo di competenza. Tali spese consistono principalmente dei costi direttamente connessi ai compiti di vigilanza della BCE, ovvero quelli delle nuove aree operative costituite per (a) la vigilanza delle banche significative, (b) la supervisione sulla vigilanza delle banche meno significative e (c) le funzioni orizzontali e i servizi specialistici. Sono altresì compresi i costi indirettamente connessi ai compiti di vigilanza della BCE, ossia quelli relativi ai servizi prestati dalle funzioni già esistenti della Banca (ad esempio per quanto riguarda gli stabili, la gestione delle risorse umane e l'informatica).

Per il 2014 la BCE recupererà i costi per il periodo che inizia a novembre dello stesso esercizio, ovvero quando ha assunto le nuove funzioni.

Relativi proventi della BCE per novembre e dicembre 2014, fatturati nel 2015:

	2014 €	2013 €
Contributi per le attività di vigilanza	29.973.012	-
<i>di cui:</i>		
<i>Contributi a carico delle banche significative</i>	25.622.812	-
<i>Contributi a carico delle banche meno significative</i>	4.350.200	-
<b>Proventi totali derivanti dalle funzioni di vigilanza bancaria</b>	<b>29.973.012</b>	<b>-</b>

I proventi generati dai contributi per le attività di vigilanza sono ricompresi nella voce "Proventi netti per provvigioni e commissioni" (cfr. la nota 27, *Proventi/spese netti per provvigioni e commissioni*).

La BCE ha inoltre il potere di imporre alle imprese ammende o penalità di mora in caso di inosservanza degli obblighi imposti dai regolamenti e dalle decisioni da essa adottati. Nel 2014 non sono state irrogate ammende, né penalità.

Spese sopportate dalla BCE a novembre e dicembre 2014:

	2014 €	2013 €
Stipendi e benefici	18.456.945	-
Locazione e manutenzione degli edifici	2.199.243	-
Altre spese di esercizio	9.316.824	-
<b>Spese totali derivanti dalle funzioni di vigilanza bancaria</b>	<b>29.973.012</b>	<b>-</b>

## 29 Proventi da azioni e partecipazioni

In questa voce sono esposti i dividendi ricevuti dalla BCE sulle azioni della BRI (cfr. la nota 7.2, *Altre attività finanziarie*).

## 30 Altri proventi

Nel 2014 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.

## 31 Spese per il personale

La voce comprende gli stipendi, le indennità, i costi assicurativi per il personale e altri costi, per un importo di 244,9 milioni di euro (187,3 milioni nel 2013). È incluso altresì un ammontare di 56,2 milioni di euro (53,3 milioni nel 2013) rilevato in relazione ai piani pensionistici della BCE, ad altri benefici successivi al rapporto di lavoro e ad altri benefici a lungo termine (cfr. la nota 13.3, *Varie*). Le spese per il personale, pari a 1,2 milioni di euro (1,3 milioni nel 2013), sostenute per la costruzione della nuova sede della BCE sono state capitalizzate e sono escluse da questa voce.

Gli stipendi e le indennità, incluse le remunerazioni dei dirigenti di grado superiore, sono essenzialmente basati sullo schema retributivo 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 anche una retribuzione variabile 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 base 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 corrisposti nel 2014 ai membri del Comitato esecutivo e ai membri del Consiglio di vigilanza dipendenti della BCE (ossia esclusi i rappresentanti delle autorità di vigilanza nazionali):

	2014 €	2013 €
Mario Draghi (Presidente)	379.608	378.240
Vitor Constâncio (Vicepresidente)	325.392	324.216
Peter Praet (Membro del Comitato esecutivo)	271.140	270.168
Jörg Asmussen (Membro del Comitato esecutivo fino a gennaio 2014)	4.912	270.168
Benoît Cœuré (Membro del Comitato esecutivo)	271.140	270.168
Yves Mersch (Membro del Comitato esecutivo)	271.140	281.833
Sabine Lautenschläger (Membro del Comitato esecutivo da gennaio 2014)	253.457	-
<b>Totale per il Comitato esecutivo</b>	<b>1.776.789</b>	<b>1.794.793</b>
<b>Totale per il Consiglio di vigilanza dell'MVU (membri dipendenti della BCE)<sup>27</sup></b>	<b>508.589</b>	<b>-</b>
<i>di cui:</i>		
Danièle Nouy (Presidente del Consiglio di vigilanza da gennaio 2014)	271.140	-
<b>Totale</b>	<b>2.285.378</b>	<b>1.794.793</b>

Inoltre, la retribuzione variabile corrisposta ai membri del Consiglio di vigilanza ammonta a 74.776 euro (0 euro nel 2013).

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 674.470 euro (526.615 nel 2013).

Inoltre, i benefici connessi alla nomina o al termine del mandato versati ai membri dei due organi ammontano a 68.616 euro (44.538 nel 2013) e sono rilevati alla voce "Spese di amministrazione" del conto economico.

Ai precedenti membri dei due organi possono essere erogati pagamenti transitori per un periodo limitato successivo al termine del mandato. Nel 2014 tali pagamenti, i relativi sussidi familiari e i contributi versati dalla BCE per l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni sono pari a 243.178 euro (618.189 nel 2013). 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 599.589 euro (472.891 nel 2013).

<sup>27</sup> Ad eccezione di Sabine Lautenschläger la cui retribuzione figura fra quelle degli altri membri del Comitato esecutivo.

A fine 2014 il numero dei dipendenti titolari di un contratto con la BCE risulta pari a 2.577 unità effettive equivalenti a tempo pieno<sup>28</sup>, di cui 278 in posizioni dirigenziali. Nel corso dell'esercizio sono intervenute le seguenti variazioni del personale in servizio.

	2014	2013
Totale delle unità al 1° gennaio	1.790	1.638
Assunzioni/cambiamenti di contratto	1.458	496
Dimissioni/scadenze di contratto	(681)	(347)
Incremento netto dovuto a variazioni delle prestazioni di lavoro a tempo parziale	10	3
<b>Totale delle unità al 31 dicembre</b>	<b>2.577</b>	<b>1.790</b>
<b>Numero medio di unità</b>	<b>2.155</b>	<b>1.683</b>

Nel 2014 l'aumento dell'organico è dovuto soprattutto ai preparativi per l'avvio dell'MVU nel novembre dello stesso anno.

## 32 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. All'incremento di questa voce nel 2014 hanno contribuito i preparativi svolti per l'avvio dell'MVU.

## 33 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.

<sup>28</sup> 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.

President and Governing Council  
of the European Central Bank  
Frankfurt am Main

10 February 2015

#### Independent auditor's report

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2014, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes (the "Annual Accounts").

#### *The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the Annual Accounts*

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these Annual Accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended, and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of the Annual Accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

#### *Auditor's responsibility*

Our responsibility is to express an opinion on these Annual Accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the Annual Accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the Annual Accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the Annual Accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the Annual Accounts 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. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by the Executive Board, as well as evaluating the overall presentation of the Annual Accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

#### *Opinion*

In our opinion, the Annual Accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as at 31 December 2014, and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Yours sincerely,

Ernst & Young GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Victor Veger  
Certified Public Accountant



Claus-Peter Wagner  
Wirtschaftsprüfer

Independent Member of Ernst & Young Global Limited

Chairman Supervisory Board: StB Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Otto H. Jacobs - Board of Management: WP/StB Georg Graf Waldersee, Chairman  
WP/StB Ute Benzel - Ana-Cristina Grohnert - WP/StB Alexander Kron - WP/StB Prof. Dr. Norbert Pfitzer - WP/StB Gunther Ruppel  
dipl. WP Markus T. Schweizer - StB/CPA Mark Smith - CPA Julie Linn Teigland - WP/StB Claus-Peter Wagner - WP/StB Prof. Dr. Peter Wollmert  
Registered Office: Stuttgart - Legal Form: GmbH - Amtsgericht Stuttgart HRB 730277 - VAT: DE 147799609

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

10 febbraio

2015

Relazione del revisore indipendente

Abbiamo esaminato l'accluso bilancio della Banca centrale europea, comprendente lo stato patrimoniale al 31 dicembre 2014, il conto economico per l'esercizio terminato in tale data, nonché una sintesi dei principi contabili rilevanti e altre note illustrative ("bilancio").

**Responsabilità del Comitato esecutivo della Banca centrale europea in materia di bilancio**  
Il Comitato esecutivo è responsabile della predisposizione del bilancio e della sua corretta presentazione conformemente ai principi definiti dal Consiglio direttivo, che sono sanciti nella Decisione BCE/2010/21 sul bilancio della Banca centrale europea (e successive modifiche), nonché del controllo interno ritenuto necessario dallo stesso Comitato esecutivo per consentire che la redazione del bilancio sia esente da dichiarazioni inesatte di rilievo, riconducibili a frode o a errore.

**Responsabilità del revisore**  
È nostra responsabilità esprimere un parere in merito al bilancio sulla scorta della revisione da noi effettuata. Abbiamo condotto la nostra revisione in conformità dei Principi internazionali di revisione, in base ai quali siamo tenuti ad attenerci a dettami etici e a pianificare ed eseguire tale revisione in modo da poter determinare con ragionevole certezza se il bilancio sia esente da dichiarazioni inesatte di rilievo.

La revisione si fonda su procedure che consentono di ottenere riscontri circa gli importi e le informazioni indicati nel bilancio. La definizione delle procedure dipende dal giudizio del revisore, che tiene conto anche della valutazione del rischio di dichiarazioni inesatte di rilievo nel bilancio, riconducibili a frode o a errore. Nell'effettuare tali valutazioni, il revisore considera il controllo interno sulla predisposizione e corretta presentazione del bilancio da parte del soggetto dichiarante per impostare procedure di revisione adeguate alle circostanze, ma non allo scopo di esprimere un parere sull'efficacia del controllo interno stesso. La revisione comprende anche una valutazione sull'idoneità dei principi contabili utilizzati e sulla ragionevolezza delle stime effettuate dal Comitato esecutivo, nonché sulla presentazione complessiva dei conti.

Riteniamo che i riscontri ottenuti in sede di revisione forniscano basi sufficienti e adeguate per la formulazione di un parere da parte nostra.

**Parere**

A nostro avviso, il bilancio rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della Banca centrale europea al 31 dicembre 2014 e il risultato economico dell'esercizio terminato in tale data conformemente ai principi definiti dal Consiglio direttivo, che sono stabiliti nella Decisione BCE/2010/21 sul bilancio della Banca centrale europea (e successive modifiche).

Distinti saluti

Ernst & Young GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Victor Veger  
Certified Public Accountant

Claus-Peter Wagner  
Wirtschaftsprüfer

## Nota sulla distribuzione degli utili/ ripartizione delle perdite

*La presente nota non costituisce parte del bilancio della BCE per l'esercizio 2014.*

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% dell'utile netto, è trasferito al fondo di riserva generale entro un limite pari al 100% del capitale;
- (b) il rimanente utile netto è distribuito fra i detentori di quote della BCE in misura proporzionale alle rispettive quote versate.

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 SEBC<sup>1</sup>.

A seguito del trasferimento al fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro, l'utile netto della BCE per l'esercizio 2014 è risultato pari a 988,8 milioni di euro. Per decisione del Consiglio direttivo, non è stato effettuato alcun trasferimento al fondo di riserva generale e, al 30 gennaio 2015, è stato conferito alle BCN dei paesi dell'area dell'euro un importo di 840,7 milioni di euro a titolo di acconto sul dividendo. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di distribuire l'utile residuo, pari a 148,1 milioni di euro, alle BCN dei paesi dell'area dell'euro.

Gli utili sono attribuiti alle BCN in misura proporzionale alle rispettive quote versate del capitale sottoscritto della BCE. 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.

	2014 €	2013 €
Utile dell'esercizio	988.832.500	1.439.769.100
Acconto sul dividendo	(840.719.787)	(1.369.690.567)
Importo trattenuto per rettifiche degli utili degli esercizi precedenti	0	(9.503.000)
Utile dell'esercizio al netto dell'acconto e dell'importo trattenuto	148.112.713	60.575.533
Distribuzione dell'utile residuo	(148.112.713)	(60.575.533)
Totale	0	0

<sup>1</sup> 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 2014<sup>1</sup>

(milioni di euro)<sup>2</sup>

<b>ATTIVO</b>	<b>31 dicembre 2014</b>	<b>31 dicembre 2013</b>
<b>1 Oro e crediti in oro</b>	<b>343.630</b>	<b>302.940</b>
<b>2 Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro</b>	<b>270.231</b>	<b>239.288</b>
2.1 Crediti verso l'FMI	81.298	81.538
2.2 Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	188.932	157.750
<b>3 Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro</b>	<b>27.940</b>	<b>22.464</b>
<b>4 Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	<b>18.905</b>	<b>20.101</b>
4.1 Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti	18.905	20.101
4.2 Crediti derivanti dalla linea di finanziamento nel quadro degli AEC II	0	0
<b>5 Rifinanziamenti a favore di istituzioni creditizie dell'area dell'euro relativi a operazioni di politica monetaria e denominati in euro</b>	<b>630.341</b>	<b>752.288</b>
5.1 Operazioni di rifinanziamento principali	156.129	168.662
5.2 Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	473.285	583.325
5.3 Operazioni temporanee di regolazione puntuale (fine tuning)	0	0
5.4 Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0
5.5 Operazioni di rifinanziamento marginale	924	301
5.6 Crediti connessi a richieste di margini	2	0
<b>6 Altri crediti denominati in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	<b>59.939</b>	<b>74.849</b>
<b>7 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	<b>589.511</b>	<b>589.763</b>
7.1 Titoli detenuti ai fini della politica monetaria	217.242	235.930
7.2 Altri titoli	372.269	353.834
<b>8 Crediti verso la pubblica amministrazione denominati in euro</b>	<b>26.715</b>	<b>28.287</b>
<b>9 Altre attività</b>	<b>241.042</b>	<b>243.286</b>
<b>Totale attivo</b>	<b>2.208.253</b>	<b>2.273.267</b>

<sup>1</sup> Redatto sulla base di dati provvisori non sottoposti a revisione. I bilanci di tutte le BCN saranno ultimati per la fine di maggio 2015 e pertanto la versione definitiva dello stato patrimoniale consolidato dell'Eurosistema per l'esercizio sarà pubblicato successivamente.

<sup>2</sup> Il totale generale e i totali parziali potrebbero non quadrare per effetto degli arrotondamenti.

<b>PASSIVO</b>		<b>31 Dicembre 2014</b>	<b>31 dicembre 2013</b>
<b>1</b>	<b>Banconote in circolazione</b>	<b>1.016.616</b>	<b>956.185</b>
<b>2</b>	<b>Passività verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro relative a operazioni di politica monetaria e denominate in euro</b>	<b>366.511</b>	<b>473.155</b>
2.1	Conti correnti (inclusi i depositi di riserva obbligatoria)	318.245	282.578
2.2	Depositi presso la banca centrale	48.266	85.658
2.3	Depositi a tempo determinato	0	104.842
2.4	Operazioni temporanee di regolazione puntuale (fine tuning)	0	0
2.5	Depositi connessi a richieste di margini	0	77
<b>3</b>	<b>Altre passività denominate in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	<b>4.635</b>	<b>3.014</b>
<b>4</b>	<b>Certificati di debito emessi</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5</b>	<b>Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	<b>64.523</b>	<b>91.108</b>
5.1	Pubblica amministrazione	36.770	65.871
5.2	Altre passività	27.753	25.237
<b>6</b>	<b>Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	<b>47.927</b>	<b>115.416</b>
<b>7</b>	<b>Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro</b>	<b>1.271</b>	<b>4.589</b>
<b>8</b>	<b>Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro</b>	<b>4.753</b>	<b>2.998</b>
8.1	Depositi, conti di natura diversa e altre passività	4.753	2.998
8.2	Passività derivanti dalla linea di finanziamento nel quadro degli AEC II	0	0
<b>9</b>	<b>Contropartita dei diritti speciali di prelievo assegnati dall'FMI</b>	<b>56.211</b>	<b>52.717</b>
<b>10</b>	<b>Altre passività</b>	<b>221.055</b>	<b>219.587</b>
<b>11</b>	<b>Conti di rivalutazione</b>	<b>330.733</b>	<b>262.633</b>
<b>12</b>	<b>Capitale e riserve</b>	<b>94.020</b>	<b>91.864</b>
<b>Totale passivo</b>		<b>2.208.253</b>	<b>2.273.267</b>

# Allegato 1

## L'assetto istituzionale

### 1 Gli organi decisionali e la governance interna della BCE

L'Eurosistema e il SEBC sono retti dagli organi decisionali della BCE: il Consiglio direttivo e il Comitato esecutivo. È stato istituito 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 sull'Unione europea, dal Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, dallo Statuto del SEBC e dai relativi regolamenti interni<sup>1</sup>. Il processo decisionale all'interno dell'Eurosistema e del SEBC è centralizzato, ma la BCE e le 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.

#### 1.1 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. In vista dell'adozione dell'euro da parte della Lituania a decorrere dal gennaio 2015, il Presidente del Consiglio di amministrazione della Lietuvos Bankas (la banca centrale lituana), è stato invitato a partecipare come osservatore alle riunioni del Consiglio direttivo tra luglio e dicembre 2014.

Nel luglio 2014 il Consiglio direttivo ha deciso che, a decorrere dal gennaio 2015, le riunioni dedicate alla politica monetaria si tengano ogni sei settimane invece di una volta al mese.

---

<sup>1</sup> Per il Regolamento interno della BCE, cfr. 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. Questi regolamenti sono disponibili anche sul sito Internet della BCE.

## Il Consiglio direttivo

<b>Mario Draghi</b>	Presidente della BCE
<b>Vítor Constâncio</b>	Vicepresidente della BCE
<b>Jörg Asmussen</b>	Membro del Comitato esecutivo della BCE (fino al 7 gennaio 2014)
<b>Josef Bonnici</b>	Governatore della Central Bank of Malta
<b>Luc Coene</b>	Governatore della Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique
<b>Benoît Cœuré</b>	Membro del Comitato esecutivo della BCE
<b>Carlos Costa</b>	Governatore del Banco de Portugal
<b>Panicos O. Demetriades</b>	Governatore della Central Bank of Cyprus (fino al 10 aprile 2014)
<b>Chrystalla Georghadji</b>	Governatore della Central Bank of Cyprus (dall'11 aprile 2014)
<b>Ardo Hansson</b>	Governatore della Eesti Pank
<b>Patrick Honohan</b>	Governatore della Central Bank of Ireland
<b>Boštjan Jazbec</b>	Governatore della Banka Slovenije
<b>Klaas Knot</b>	Presidente della De Nederlandsche Bank
<b>Sabine Lautenschläger</b>	Membro del Comitato esecutivo della BCE (dal 27 gennaio 2014)
<b>Erkki Liikanen</b>	Governatore della Suomen Pankki – Finlands Bank
<b>Luis M. Linde</b>	Governatore del Banco de España
<b>Jozef Makúch</b>	Governatore della Národná banka Slovenska
<b>Yves Mersch</b>	Membro del Comitato esecutivo della BCE
<b>Ewald Nowotny</b>	Governatore della Oesterreichische Nationalbank
<b>Christian Noyer</b>	Governatore della Banque de France
<b>Peter Praet</b>	Membro del Comitato esecutivo della BCE
<b>George A. Provopoulos</b>	Governatore della Bank of Greece (fino al 19 giugno 2014)
<b>Gaston Reinesch</b>	Governatore della Banque centrale du Luxembourg
<b>Ilmārs Rimšēvičs</b>	Governatore della Latvijas Banka
<b>Yannis Stournaras</b>	Governatore della Bank of Greece (dal 26 giugno 2014)
<b>Vitas Vasiliauskas</b>	Presidente del Consiglio di amministrazione della Lietuvos bankas (dal 1° gennaio 2015)
<b>Ignazio Visco</b>	Governatore della Banca d'Italia
<b>Jens Weidmann</b>	Presidente della Deutsche Bundesbank



Prima fila (da sinistra): Ignazio Visco, Carlos Costa, Chrystalla Georghadji, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Sabine Lautenschläger, Patrick Honohan, Luis M. Linde

Seconda fila (da sinistra): Josef Bonnici, Boštjan Jazbec, Luc Coene, Jozef Makúch, Christian Noyer

Terza fila (da sinistra): Ewald Nowotny, Benoît Cœuré, Vitas Vasiliauskas, Klaas Knot, Gaston Reinesch, Ardo Hansson, Erkki Liikanen

Nota: Yves Mersch, Peter Praet, Ilmārs Rimšēvičs, Yannis Stournaras e Jens Weidmann non erano presenti quando è stata scattata la fotografia.

## 1.2 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

<b>Mario Draghi</b>	Presidente della BCE
<b>Vítor Constâncio</b>	Vicepresidente della BCE
<b>Jörg Asmussen</b>	Membro del Comitato esecutivo della BCE (fino al 7 gennaio 2014)
<b>Benoît Cœuré</b>	Membro del Comitato esecutivo della BCE
<b>Sabine Lautenschläger</b>	Membro del Comitato esecutivo della BCE (dal 27 gennaio 2014)
<b>Yves Mersch</b>	Membro del Comitato esecutivo della BCE
<b>Peter Praet</b>	Membro del Comitato esecutivo della BCE



Prima fila (da sinistra): Sabine Lautenschläger, Mario Draghi (Presidente), Vítor Constâncio (Vicepresidente)

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

## 1.3 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

<b>Mario Draghi</b>	Presidente della BCE
<b>Vítor Constâncio</b>	Vicepresidente della BCE
<b>Marek Belka</b>	Presidente della Narodowy Bank Polski
<b>Josef Bonnici</b>	Governatore della Central Bank of Malta
<b>Mark Carney</b>	Governatore della Bank of England
<b>Luc Coene</b>	Governatore della Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique
<b>Carlos Costa</b>	Governatore del Banco de Portugal
<b>Panicos O. Demetriades</b>	Governatore della Central Bank of Cyprus (fino al 10 aprile 2014)
<b>Chrystalla Georghadji</b>	Governatore della Central Bank of Cyprus (dall'11 aprile 2014)
<b>Ardo Hansson</b>	Governatore della Eesti Pank
<b>Patrick Honohan</b>	Governatore della Central Bank of Ireland
<b>Stefan Ingves</b>	Governatore della Sveriges Riksbank
<b>Mugur Constantin Isărescu</b>	Governatore della Banca Națională a României

<b>Ivan Iskrov</b>	Governatore della Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria)
<b>Boštjan Jazbec</b>	Governatore della Banka Slovenije
<b>Klaas Knot</b>	Presidente della De Nederlandsche Bank
<b>Erkki Liikanen</b>	Governatore della Suomen Pankki – Finlands Bank
<b>Luis M. Linde</b>	Governatore del Banco de España
<b>Jozef Makúch</b>	Governatore della Národná banka Slovenska
<b>György Matolcsy</b>	Governatore della Magyar Nemzeti Bank
<b>Ewald Nowotny</b>	Governatore della Oesterreichische Nationalbank
<b>Christian Noyer</b>	Governatore della Banque de France
<b>George A. Provopoulos</b>	Governatore della Bank of Greece (fino al 19 giugno 2014)
<b>Gaston Reinesch</b>	Governatore della Banque centrale du Luxembourg
<b>Ilmārs Rimšēvičs</b>	Governatore della Latvijas Banka
<b>Lars Rohde</b>	Governatore della Danmarks Nationalbank
<b>Miroslav Singer</b>	Governatore della Česká národní banka
<b>Yannis Stournaras</b>	Governatore della Bank of Greece (dal 26 giugno 2014)
<b>Vitas Vasiliauskas</b>	Presidente del Consiglio di amministrazione della Lietuvos bankas
<b>Ignazio Visco</b>	Governatore della Banca d'Italia
<b>Boris Vujčić</b>	Governatore della Hrvatska narodna banka
<b>Jens Weidmann</b>	Presidente della Deutsche Bundesbank



Prima fila (da sinistra): Boris Vujčić, Liviu Voinea (Vice Governatore della Banca Națională a României), Stefan Ingves, Chrystalla Georghadji, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Ben Broadbent (Vice Governatore della Bank of England), Patrick Honohan, Luis M. Linde, Lars Rohde

Seconda fila (da sinistra): Ignazio Visco, Carlos Costa, Josef Bonnici, Boštjan Jazbec, Luc Coene, Jozef Makúch, Christian Noyer

Terza fila (da sinistra): Marek Belka, Ivan Iskrov, Ewald Nowotny, Vitas Vasiliauskas, Klaas Knot, Gaston Reinesch, Ardo Hansson, Jens Weidmann, Erkki Liikanen

Nota: Mark Carney, Mugur Constantin Isărescu, György Matolcsy, Ilmārs Rimšēvičs, Miroslav Singer e Yannis Stournaras non erano presenti quando è stata scattata la fotografia.



## 1.4 La governance interna

Oltre agli organi decisionali, il sistema di governance interna della BCE comprende comitati di alto livello come il Comitato di audit della BCE e il Comitato etico della BCE, nonché vari livelli di controllo esterni e interni.

### Il Comitato di audit della BCE

Il Comitato di audit della BCE rafforza la governance interna della BCE e dell'intero Eurosystema. Assiste il Consiglio direttivo prestando consulenza e/o elaborando pareri in merito alle competenze di quest'ultimo nei seguenti ambiti: a) integrità delle informazioni finanziarie; b) sorveglianza sui controlli interni; c) rispetto di leggi, regolamenti e codici di condotta 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 comprende altri quattro membri: Vítor Constâncio, Christian Noyer, Hans Tietmeyer e Jean-Claude Trichet.

## Livelli esterni di controllo

Lo Statuto del SEBC prevede due livelli di controllo: quello dei revisori esterni<sup>2</sup>, incaricati di verificare il bilancio della BCE, e quello della Corte dei conti europea, che verifica l'efficienza operativa della gestione della BCE.

## Livelli interni di controllo

Altri elementi essenziali della governance interna della BCE sono la struttura di controllo interno della BCE, il quadro etico e le norme in materia di accesso del pubblico ai documenti della BCE.

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 struttura prevede altresì meccanismi di sorveglianza e processi efficaci per stabilire un controllo adeguato dei rischi finanziari e operativi. Una descrizione più dettagliata di questi meccanismi e processi di controllo viene fornita nella Relazione sulla gestione, consultabile nella sezione dedicata al Bilancio 2014.

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<sup>3</sup>.

## 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, il Codice di condotta per i membri del Consiglio di sorveglianza e le norme sul personale della BCE, come modificate il 3 dicembre 2014 a seguito dell'istituzione del Meccanismo di vigilanza unico (MVU).

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. Dopo l'istituzione del MVU le questioni di governance hanno acquisito importanza crescente per la BCE. Per assicurare una adeguata e coerente attuazione del quadro etico vigente e rafforzare la governance interna della BCE, il 17 dicembre 2014 il Consiglio direttivo ha deciso di istituire un Comitato etico. Infine, è stato istituito un Ufficio per la governance e la conformità con la normativa per sostenere il Comitato esecutivo nel tutelare l'integrità e la reputazione della BCE, per promuovere gli standard etici di comportamento e rafforzare la responsabilità e la trasparenza della BCE.

---

<sup>2</sup> Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft per gli esercizi finanziari 2013-2017.

<sup>3</sup> Per promuovere la trasparenza delle misure ispettive adottate in seno alla BCE tale statuto è pubblicato sul sito Internet della BCE.

## Comitato etico della BCE

Il Comitato etico fornisce, fra l'altro, pareri su questioni etiche sulla base di richieste individuali e assume le funzioni assegnate al Consigliere per l'etica professionale nominato in base al Codice di condotta per i membri del Consiglio direttivo e quelle attribuite al Funzionario responsabile per l'etica dal Codice supplementare di criteri deontologici per i membri del comitato esecutivo. Il Comitato etico è composto da tre membri esterni, di cui almeno uno è un componente esterno del Comitato di audit della BCE. I membri del Comitato etico devono essere figure di indubbio prestigio provenienti dagli Stati membri, che offrano ogni garanzia di indipendenza e abbiano una conoscenza completa degli obiettivi, dei compiti e della governance della BCE, del SEBC, dell'Eurosistema e dell'MVU.

### 1.5 Accesso del pubblico ai documenti della BCE

La decisione della BCE relativa all'accesso del pubblico ai documenti della BCE<sup>4</sup> è coerente con gli obiettivi e i criteri applicati dagli altri organi e dalle 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 la riservatezza di talune materie concernenti l'esercizio delle funzioni della BCE<sup>5</sup>. Nel 2014 il numero delle richieste di accesso del pubblico è rimasto limitato.

---

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> In linea con l'impegno della BCE in materia di accesso e trasparenza, la sezione "Archives" del sito Internet della BCE fornisce accesso alla documentazione storica.

## Allegato 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 vengono esaminate questioni di competenza del Consiglio generale. Inoltre, alcuni di questi comitati si riuniscono nella composizione propria dell'MVU (ossia un membro della banca centrale e un membro dell'autorità nazionale competente di ciascun Stato membro partecipante) quando trattano questioni attinenti alla vigilanza bancaria. Ove appropriato, possono essere invitati i rappresentanti di altri organi competenti.

#### COMITATI DELL'EUROSISTEMA/SEBC, COMITATO DIRETTIVO PER L'INFORMATICA DELL'EUROSISTEMA, COMITATO PER IL BILANCIO PREVENTIVO, CONFERENZA PER LE RISORSE UMANE E LORO PRESIDENTI

(1° gennaio 2015)

Comitato per le questioni contabili e il reddito monetario (AMICO) Werner Studener	Comitato per le relazioni internazionali (IRC) Frank Moss
Comitato per le banconote (BANCO) Ton Roos	Comitato legale (LEGCO) Chiara Zilioli
Comitato per il controllo (COMCO) Pentti Hakkarainen	Comitato per le operazioni di mercato (MOC) Ulrich Bindseil
Comitato per le comunicazioni dell'Eurosistema/SEBC (ECCO) Christine Graeff	Comitato per la politica monetaria (MPC) Wolfgang Schill
Comitato per la stabilità finanziaria (FSC) Vitor Constâncio	Comitato per lo sviluppo organizzativo (ODC) Steven Keuning
Comitato per le tecnologie informatiche (ITC) Koenraad de Geest	Comitato per i sistemi di pagamento e regolamento (PSSC) Marc Bayle / Daniela Russo
Comitato dei revisori interni (IAC) Klaus Gressenbauer	Comitato per la gestione dei rischi (RMC) Carlos Bernadell
Comitato per il bilancio preventivo (BUCOM) José Luis Malo de Molina	Comitato per le statistiche (STC) Aurel Schubert
Comitato direttivo per l'informatica dell'Eurosistema (EISC) Vitor Constâncio	Conferenza per le risorse umane (HRC) Steven Keuning

Esistono altri tre 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. Il Comitato direttivo per l'informatica dell'Eurosistema, istituito nel 2007 con il mandato di promuovere costanti miglioramenti nell'utilizzo dell'informatica all'interno dell'Eurosistema, ha cessato le attività nel novembre 2014. I suoi compiti operativi sono stati assegnati ad altri comitati competenti, ossia il Comitato per il controllo, il Comitato per le tecnologie informatiche e il Comitato per lo sviluppo organizzativo.

# Allegato 3

## Sviluppi organizzativi e delle risorse umane

### ORGANIGRAMMA DELLA BCE

(1° gennaio 2015)



1 Risponde al Presidente della BCE in quanto Presidente del CERS.

2 Include la funzione di protezione dei dati.

3 Segretario del Comitato esecutivo, del Consiglio direttivo e del Consiglio generale.

## Le risorse umane della BCE

Il 2014 è stato un anno straordinario per la BCE nel campo dello sviluppo delle risorse umane, con particolare riferimento alle assunzioni e allo sviluppo professionale del personale necessari all'avvio del Meccanismo di vigilanza unico (MVU) il 4 novembre 2014. Anche la diversità di genere è stata al centro dell'attenzione, considerando che nel 2014 è cresciuta la presenza femminile in posizioni di alta responsabilità.

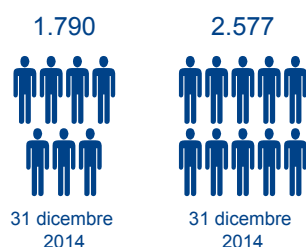
Al 31 dicembre 2014 la BCE aveva un organico approvato di 2.622 unità equivalenti a tempo pieno, a fronte di 1.907 unità alla fine del 2013. Alla stessa data l'organico effettivo della BCE risultava pari a 2.577 unità equivalenti a tempo pieno (rispetto a 1.790 al 31 dicembre 2013)<sup>1</sup>. Gran parte dell'aumento di organico approvato in relazione all'avvio del MVU è stato quindi coperto entro il 31 dicembre 2014.

Nel 2014 sono stati offerti in totale 779 nuovi contratti a tempo determinato (convertibili o meno<sup>2</sup> in contratti a tempo indeterminato) e durante l'anno sono stati sottoscritti 506 contratti a breve termine, in aggiunta ad alcune estensioni di contratto, per coprire assenze di personale inferiori a un anno. Nel corso del 2014 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 2014 lavoravano alla BCE con varie funzioni 151 dipendenti di BCN e organizzazioni internazionali, il 26 per cento in meno rispetto alla fine del 2013. Nel settembre 2014 la BCE ha accolto dieci partecipanti nell'ambito della nona edizione del suo Graduate Programme e al 31 dicembre 2014 la BCE ospitava 155 tirocinanti (il 7 per cento in più rispetto al 2013). Inoltre, la BCE ha assegnato quattro borse di ricerca nell'ambito del Wim Duisenberg Research Fellowship Programme, aperto a economisti di spicco, e altre cinque borse a giovani ricercatori nell'ambito del Lamfalussy Fellowship Programme.

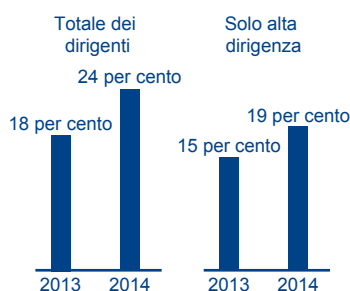
Lo sviluppo professionale del personale rimane un tema importante per la BCE. Il 2014 è stato caratterizzato da una particolare attenzione alla progettazione e alla realizzazione del percorso formativo dell'MVU e da un forte incremento dei programmi formativi di "condivisione delle conoscenze" per i neoassunti. Il programma biennale di supporto al riorientamento professionale è stato portato a termine con successo, con 45 dipendenti con elevata anzianità di servizio che si sono avvalsi del sostegno per proseguire la propria carriera all'esterno della BCE. Nel 2014 inoltre è stato avviato un programma formativo per lo sviluppo della leadership delle donne.

A seguito della decisione del Comitato esecutivo del giugno 2013 di introdurre obiettivi di presenza delle donne nelle posizioni della dirigenza e dell'alta dirigenza, la percentuale di donne in queste posizioni è aumentata. Alla fine del 2014 il 24 per cento delle posizioni a livello dirigenziale e il 19 per cento di quelle a livello di alta dirigenza erano occupati da donne (a fronte rispettivamente del 18 e 15 per cento alla fine del 2013). Contestualmente alla decisione di stabilire obiettivi di genere, il

### Personale equivalente a tempo pieno con contratto di impiego



### Donne che ricoprono posizioni dirigenziali



<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Alcuni contratti non convertibili, in particolare nei servizi condivisi della BCE, sono stati stipulati per coprire incarichi temporanei legati all'introduzione dell'MVU.

Comitato esecutivo ha altresì approvato un piano d'azione per valorizzare la diversità di genere, articolato in una serie di interventi operativi e di strumenti (ad esempio gli ambasciatori della diversità, un programma di tutoraggio e ulteriori opportunità di telelavoro), che in seguito sono stati tutti adottati.

La BCE continua a sostenere il personale impegnato a conciliare il lavoro con la vita familiare. Alla fine del 2014 lavoravano a tempo parziale 259 dipendenti (a fronte di 228 alla fine del 2013) e 29 erano in congedo parentale non retribuito (rispetto a 26 alla fine del 2013). Nel 2014, in media, il telelavoro è stato utilizzato da 781 dipendenti almeno una volta al mese.

Pur in presenza di un incremento del personale, 53 dipendenti con contratti a tempo determinato o indeterminato hanno lasciato la BCE per dimissioni o pensionamento nel 2014 (rispetto a 42 nel 2013), mentre sono giunti a scadenza 396 contratti a breve termine nel corso dell'anno.

## La nuova sede della BCE

Nel 2014 la BCE si è trasferita nella sua nuova sede, portando a compimento un progetto avviato 16 anni fa.

La BCE ha iniziato la ricerca di un sito adeguato per la propria sede nel 1998, dando seguito a una raccomandazione rivolta dalla Corte dei conti europea a tutte le istituzioni dell'UE, da cui emerge come per queste ultime sia più economico a lungo termine occupare immobili di proprietà anziché in locazione. Dopo aver preso in considerazione 35 possibili alternative nella città di Francoforte, la BCE ha deciso nel 2001 di acquistare il sito della Grossmarkthalle, i vecchi mercati generali della città, e continuare a usare l'edificio esistente. Da uno studio di fattibilità era emerso che questo sito si presentava come quello più valido sotto il profilo economico, era ben collegato in termini di infrastrutture, poteva soddisfare le esigenze di spazio e rappresentava una scelta ottimale in relazione alle misure di sicurezza richieste da una banca centrale; inoltre, lo spazio disponibile era sufficiente per compiere ulteriori lavori di costruzione e di ampliamento.

Il progetto è stato sviluppato dallo studio di architettura viennese COOP HIMMELB(L) AU, che ha creato un ambiente di lavoro in grado di favorire una comunicazione aperta, promuovendo il lavoro di squadra e l'interazione a tutti i livelli. Al tempo stesso, il progetto presenta un grado di flessibilità tale da consentire un agevole adattamento al mutare delle esigenze.

La caratteristica torre con vetrate adibita a uffici, collegata ai vecchi mercati generali attraverso un edificio di accesso, costituisce un riferimento urbanistico per il quartiere di Ostend, e il nuovo complesso edilizio costituisce un significativo arricchimento del patrimonio architettonico europeo.

La Grossmarkthalle fu costruita tra il 1926 e il 1928 per ospitare i mercati ortofrutticoli generali che servivano la città di Francoforte e la regione circostante. Come edificio industriale, segnò l'ascesa di Francoforte al rango di metropoli negli anni venti.

Martin Elsaesser, all'epoca responsabile del dipartimento di urbanistica di Francoforte sul Meno, progettò la Grossmarkthalle realizzando la struttura di cemento armato a campata libera più grande al mondo.

Il processo di costruzione ha richiesto la conversione di questa struttura industriale in un istituto pubblico con numerose funzioni, che ha richiesto la massima attenzione. Sin dall'inizio, tutte le decisioni riguardanti la progettazione, nonché l'ulteriore sviluppo, sono state analizzate in dettaglio e prese in stretta collaborazione sia con la città di Francoforte sul Meno sia con le autorità per la tutela dei beni storici. La trasformazione e l'inclusione nel progetto dei vecchi mercati generali ha reso il passato storico parte integrante della BCE, rendendo ancora più unico questo punto di riferimento.

La BCE ha mirato sin dall'inizio a creare un edificio sostenibile caratterizzato da un'elevata efficienza in termini di consumo di energia e acqua. Sono state adottate varie misure progettuali per il risparmio energetico affinché il nuovo edificio sia più efficiente del 30 per cento rispetto a quanto previsto dalla Energieeinsparverordnung (la direttiva tedesca per il risparmio energetico) del 2007.

Nel 2014 si sono conclusi i lavori di costruzione della nuova sede. L'installazione delle infrastrutture tecniche e le finiture sono state completate all'interno degli edifici, mentre i due elementi che uniscono la Grossmarkthalle al corpo verticale sono stati costruiti in primavera. Ciascun piano è stato suddiviso in uffici di varie dimensioni utilizzando pareti leggere, mentre gli arredi sono stati disposti a partire da aprile. Sono stati fatti passi avanti anche nella realizzazione del progetto paesaggistico nelle aree del sito già sgombrate. In linea con il programma di completare i lavori di architettura del paesaggio nel 2015, gruppi di alberi, arginature e fossati artificiali hanno iniziato a prendere forma.

La procedura per ottenere i permessi di agibilità dalle autorità municipali è iniziata nella primavera del 2014. Tutti gli impianti tecnici sono stati testati accuratamente durante l'estate e in concomitanza è stata installata una infrastruttura informatica completamente nuova. In autunno la BCE ha ottenuto dalle autorità comunali i permessi per rendere operativo l'edificio.

Infine, dal 31 ottobre al 23 novembre sono stati trasferiti 2.421 posti di lavoro, segnando il positivo completamento del processo di costruzione di una sede centrale funzionale, sostenibile e moderna per la BCE. La maggioranza dei membri del personale impegnati nella politica monetaria lavora ora insieme in un singolo edificio. Tuttavia, poiché i nuovi locali sono stati progettati quando non era previsto che la BCE assumesse la responsabilità per la vigilanza bancaria nell'area dell'euro, la BCE ha deciso nel novembre 2013 di continuare a utilizzare la sede precedente per accogliere il personale impegnato nella vigilanza bancaria. Il personale che fornisce i servizi condivisi è dislocato in entrambi gli edifici.