

## VII. La politica macroprudenziale e la prociclicità

Va colta l'opportunità di istituire un assetto macroprudenziale ...

Un assetto di *policy* macroprudenziale è essenziale per porre il sistema finanziario su basi più solide. La crisi finanziaria ha impresso slancio alle iniziative volte a sviluppare quadri di riferimento di questo tipo<sup>1</sup>. Nel contempo, le autorità stanno maturando maggiore esperienza nell'impiegare gli strumenti prudenziali a fini sistemici. L'opportunità che si presenta per istituire in maniera duratura assetti macroprudenziali credibili non va sprecata.

L'obiettivo generale della politica macroprudenziale è contenere il rischio sistemico, ossia il rischio che le turbative nel sistema finanziario possano destabilizzare la macroeconomia<sup>2</sup>. Nel porre in atto una politica macroprudenziale, gli strumenti generalmente utilizzati nell'attività di regolamentazione e vigilanza prudenziale sui singoli intermediari finanziari vengono adattati in modo da limitare il rischio presente nel sistema finanziario nel suo complesso (cfr. il riquadro).

... per far fronte al rischio di fallimenti congiunti per interconnessioni ed esposizioni comuni ...

La politica macroprudenziale contiene il rischio sistemico affrontando due esternalità chiave del sistema finanziario. La prima consiste nel fallimento congiunto di più intermediari causato dalle interconnessioni e dalle esposizioni comuni. Nel Capitolo I si sono esaminate varie iniziative in corso volte a ridurre le vulnerabilità del sistema finanziario che ne derivano.

... e alla vulnerabilità prociclica del sistema finanziario

La seconda esternalità concerne il fenomeno della prociclicità, ossia la presenza di effetti amplificatori di retroazione all'interno del sistema finanziario e fra quest'ultimo e la macroeconomia. Come si è visto di recente, la prociclicità può favorire lo sviluppo di boom insostenibili e, nel momento in cui questi vengono meno, amplificare le turbative provocando una profonda recessione economica.

L'azione di contrasto alla prociclicità e le politiche macroeconomiche anticicliche sono collegate

L'azione di contrasto alla prociclicità è strettamente collegata alle tradizionali politiche macroeconomiche anticicliche. In maniera analoga, l'elaborazione di un quadro di riferimento efficace per la gestione della prociclicità solleva alcuni interrogativi che si pongono comunemente anche nell'impostazione delle politiche di bilancio e monetaria. Ad esempio, come andrebbe definito l'obiettivo? Qual è il giusto equilibrio fra strumenti che variano in funzione anticiclica e misure statiche che fungono da "stabilizzatori automatici"? Quanto spazio dare alla discrezionalità, e quanto alle regole? A chi spettano le decisioni riguardo alla regolazione degli strumenti? E quale dovrebbe essere la relazione con le politiche macroeconomiche, specie quella monetaria? In questo capitolo tali questioni verranno esaminate nel descrivere gli elementi essenziali di un assetto macroprudenziale destinato ad affrontare la prociclicità. Prima di entrare nel vivo della trattazione, tuttavia, vanno sottolineati tre punti di ordine generale.

<sup>1</sup> Cfr., ad esempio, Gruppo dei Venti, *Enhancing sound regulation and strengthening transparency*, 25 marzo 2009 e M. Brunnermeier, A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud e H. S. Shin, "The fundamental principles of financial regulation", *Geneva Reports on the World Economy*, 11, luglio 2009.

<sup>2</sup> Per una trattazione, cfr. J. Caruana, *Systemic risk: how to deal with it?*, paper, BRI, 12 febbraio 2010, [www.bis.org/publ/othp08.htm](http://www.bis.org/publ/othp08.htm).

## Cos'è uno strumento macroprudenziale?

Il termine “macroprudenziale” ha conosciuto una tale popolarità a seguito della crisi che viene ormai utilizzato per indicare numerose misure di *policy* i cui obiettivi primari trascendono l'ambito specifico della stabilità finanziaria<sup>Ⓞ</sup>. Questo uso indiscriminato del termine rischia di confondere e ostacolare l'elaborazione delle politiche e quindi di compromettere il sostegno dell'opinione pubblica alla politica macroprudenziale.

Molte funzioni di *policy* (fra cui la politica monetaria, fiscale e valutaria) possono favorire in un modo o nell'altro la stabilità finanziaria, e spesso lo fanno. Ma solo gli strumenti che vengono impiegati con l'obiettivo primario esplicito di promuovere la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso e che esercitano l'impatto più diretto e attendibile sulla stabilità finanziaria andrebbero considerati macroprudenziali.

Gli strumenti con siffatte caratteristiche sono quelli prudenziali. Essenzialmente la politica macroprudenziale amplia la prospettiva della politica prudenziale tradizionale, i cui strumenti promuovono l'adozione di prassi ottimali e limitano l'assunzione di rischio a livello di singoli intermediari e strumenti finanziari. La definizione di uno strumento macroprudenziale presenta certamente zone grigie, e l'idoneità del medesimo può variare al variare della struttura dell'economia e del sistema finanziario. Ad esempio, nei mercati emergenti si sta facendo crescente uso ai fini della stabilità finanziaria dello strumento della riserva obbligatoria, che potrebbe considerarsi macroprudenziale nella misura in cui limita il rischio di liquidità.

Concepire lo strumentario macroprudenziale come una sovrapposizione o un aggiustamento rispetto a quello microprudenziale esistente ha il vantaggio pratico di distinguere chiaramente la componente macro da quella microprudenziale degli strumenti. Questa concezione evidenzia l'autonomia della funzione macroprudenziale e la differenza fra la prospettiva macro e quella microprudenziale. Essa rende chiaro l'obiettivo della prima, che mira alla stabilità del sistema finanziario nel suo complesso, anziché dei singoli intermediari che ne fanno parte. Inoltre, la rigorosa definizione degli strumenti macroprudenziali contribuisce a rendere semplici gli assetti di governance e quindi a promuovere la responsabilità delle autorità per il proprio operato (*accountability*) e la chiarezza delle politiche.

<sup>Ⓞ</sup> Per una trattazione più ampia dell'impiego di questo termine, cfr. P. Clement, “Origini ed evoluzione del termine ‘macroprudenziale’”, *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2010, pagg. 59-67 (testo integrale disponibile solo in inglese).

In primo luogo, l'obiettivo macroprudenziale non dovrebbe promettere più di quanto le autorità siano in grado di conseguire, e in particolare non andrebbe definito in termini di gestione del ciclo economico. Troppo ambizioso sarebbe anche mirare all'eliminazione dei cicli del credito o fissare un *target* per i prezzi delle attività. L'obiettivo più realistico è quello di rafforzare la capacità di tenuta del sistema finanziario di fronte all'emergere di tensioni, un obiettivo raggiungibile attraverso l'accumulo e l'utilizzo tempestivo e anticiclico di risorse patrimoniali e di altro tipo all'interno del sistema. Un tale approccio contribuirebbe inoltre a contrastare un'eccessiva espansione del credito e dinamiche insostenibili dei prezzi delle attività.

L'obiettivo macroprudenziale dovrebbe essere realistico

In secondo luogo, gli strumenti impiegati per accrescere la resilienza dovrebbero essere definiti per quanto possibile utilizzando regole e linee guida semplici, come vincoli all'eccessiva assunzione di rischio e l'aggancio a indicatori chiari del rischio sistemico. Un quadro di riferimento basato su regole semplici sarà di ausilio alle autorità nell'affrontare la resistenza tradizionalmente forte dell'opinione pubblica nei confronti di interventi anticiclici durante una fase di boom. Occorrerà evitare di agganciare strettamente la manovra degli strumenti a indicatori di rischio di difficile comprensione o di affidabilità non comprovata.

Gli strumenti andrebbero definiti per quanto possibile utilizzando regole semplici

Le banche centrali devono essere coinvolte direttamente ...

In terzo luogo, le banche centrali dovranno essere coinvolte direttamente nell'elaborazione e nell'attuazione della politica macroprudenziale. Questo imperativo scaturisce sia dalla profonda esperienza maturata da queste istituzioni nell'analisi e nell'intervento a livello di sistema, sia dalla stretta relazione bidirezionale fra l'azione di contrasto alla prociclicità e la conduzione della politica monetaria.

... e la politica monetaria deve contrastare maggiormente l'accumulo di rischi nel sistema finanziario

Vanno tuttavia fatte alcune importanti precisazioni. Non esiste una formula magica capace di eliminare l'instabilità sistemica. Il quadro di riferimento dovrà riflettere le specificità dei singoli paesi. Una migliorata capacità di tenuta del sistema finanziario non basterà a evitare le recessioni economiche. Infine, la politica monetaria dovrebbe diventare un partner essenziale nel promuovere la stabilità finanziaria. In particolare, essa deve contrastare maggiormente l'accumulo di rischi nel sistema finanziario. E potrà farlo, sempre continuando a perseguire la stabilità dei prezzi, mediante l'adozione di un più lungo orizzonte effettivo di riferimento.

## Elementi essenziali di un quadro di riferimento macroprudenziale

Gli elementi essenziali di un quadro di riferimento macroprudenziale sono: un obiettivo chiaramente definito e realistico; una strategia operativa; scelte in relazione alle specificità settoriali; assetti di governance; sensibilità alle circostanze specifiche delle economie; coordinamento internazionale.

### *Un obiettivo chiaramente definito e realistico*

Una crescente resilienza del sistema è un obiettivo macroprudenziale realizzabile

La politica macroprudenziale deve avere come obiettivo una riduzione chiara ma realizzabile del rischio sistemico. Allo stato attuale delle nostre conoscenze, le maggiori probabilità di successo nel raggiungere la stabilità si avranno puntando sul rafforzamento della resilienza sistemica mediante la gestione in funzione anticiclica delle risorse precauzionali (*buffer*) contro gli shock<sup>3</sup>. L'obiettivo potrebbe contemplare anche l'attenuazione degli eccessi nell'espansione del credito e nei prezzi delle attività, ma va riconosciuto che ciò lo renderebbe molto più difficile da conseguire. Metterebbe a dura prova le nostre attuali conoscenze e probabilmente richiederebbe l'adozione di misure meno collaudate. L'obiettivo non dovrebbe spingersi fino al punto di contemplare esplicitamente l'eliminazione dei boom creditizi e degli aumenti insostenibili dei prezzi delle attività.

Per contro, l'uso di strumenti prudenziali per gestire in funzione anticiclica le risorse precauzionali non rappresenta una novità. Il metodo più efficace per accrescere la solidità del sistema è quello di assicurare la disponibilità di risorse adeguate che possano essere liberate durante le fasi congiunturali sfavorevoli. Ciò permetterebbe di ridurre il rischio di vendite forzate e di strette creditizie durante le fasi discendenti, e potrebbe inoltre moderare gli andamenti altalenanti della finanza contenendo l'assunzione di rischio nei periodi di alta congiuntura.

<sup>3</sup> Cfr. BRI, *Addressing financial system procyclicality: a possible framework*, nota destinata al Working Group on Market and Institutional Resilience del Forum per la stabilità finanziaria, settembre 2008.

Misure per ridurre la prociclicità causata dai processi decisionali	
Obiettivo	Intervento
Migliorare la gestione del rischio nelle banche	Richiedere l'uso di input prudenti o che coprono l'intero ciclo nei modelli di rischio
Accrescere la consapevolezza del rischio sistemico	Pubblicare periodicamente valutazioni ufficiali delle vulnerabilità
Ridurre la prociclicità delle rendicontazioni finanziarie	Richiedere valutazioni che coprono l'intero ciclo
Rafforzare la disciplina di mercato	Richiedere la pubblicazione delle posizioni di rischio, indicando le incertezze di misurazione
Ridurre all'interno delle retribuzioni gli incentivi a un'eccessiva assunzione di rischio	Allungare l'orizzonte valutativo della performance del dipendente corretta per il rischio; differire i bonus

Tabella VII.1

Molti strumenti sono stati utilizzati a questo scopo e altri sono in corso di elaborazione. Alcuni provvedimenti mirano a ridurre la propensione a un approccio di breve periodo e altri elementi prociclici nelle scelte delle società finanziarie. La loro introduzione non deve necessariamente dipendere dalle condizioni economiche e finanziarie prevalenti (tabella VII.1).

Altri strumenti pongono vincoli diretti alla struttura dei bilanci (come i requisiti in termini di capitale, liquidità o accantonamenti), alle caratteristiche dei contratti di mutuo (limiti al rapporto fra valore del prestito e della garanzia) o ad altri tipi di esposizione al rischio (limiti agli sbilanci valutari). Tali vincoli possono essere mantenuti fissi o essere all'occorrenza modificati in base alla valutazione corrente del rischio sistemico (tabelle VII.2 e VII.3).

Il modo migliore per creare risorse anticicliche è quello di accumularle durante le fasi ascendenti. Sebbene tale approccio si trovi ancora a uno stadio precoce di sviluppo e non sia stato generalmente considerato nel quadro di un obiettivo macroprudenziale esplicito, esso ha avuto un impiego più diffuso dopo la crisi, e attualmente sono al vaglio nuove proposte al riguardo<sup>4</sup>. Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, ad esempio, lo ha inserito fra le raccomandazioni formulate per la riforma della regolamentazione e della vigilanza bancaria<sup>5</sup>.

Le evidenze recenti indicano che l'impiego dei tradizionali strumenti prudenziali a scopi macroprudenziali è efficace nel migliorare la capacità di tenuta del sistema finanziario<sup>6</sup>. In particolare, il ricorso piuttosto diffuso a tali misure fatto nell'ultimo decennio dalle economie asiatiche al fine di rafforzare le banche nella regione potrebbe contribuire a spiegare perché tali banche siano state meno colpite dall'esuberanza dei mercati immobiliari.

È disponibile un'ampia gamma di strumenti

Gli strumenti usati finora sembrano efficaci nell'accrescere la resilienza ...

<sup>4</sup> Cfr., ad esempio, Forum per la stabilità finanziaria, *Report of the Financial Stability Forum on addressing procyclicality in the financial system*, aprile 2009.

<sup>5</sup> Cfr. Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Strengthening the resilience of the banking sector*, dicembre 2009.

<sup>6</sup> Cfr. Comitato sul sistema finanziario globale, "Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences", *CGFS Papers*, n. 38, maggio 2010.

... ma il loro impatto sui boom finanziari non è comprovato

Tuttavia, l'esperienza complessiva maturata finora non permette di concludere che la variazione delle risorse precauzionali in funzione anticiclica produca effetti vigorosi e duraturi sul credito e sui prezzi delle attività. In Asia, malgrado il ricorso alquanto intenso a misure concernenti il credito immobiliare, le economie continuano a registrare cicli immobiliari relativamente frequenti e pronunciati.

I benefici derivanti da un'efficace moderazione di entrambe le fasi del ciclo del credito e dei prezzi delle attività meritano indubbiamente di essere perseguiti nel più lungo periodo. Man mano che migliorano le conoscenze delle relazioni fra lo strumentario macroprudenziale e le oscillazioni finanziarie ed economiche, potrebbe prendere forma un approccio volto a limitare attivamente gli eccessi del credito e dei mercati delle attività durante i boom. Tale approccio potrebbe richiedere l'applicazione più restrittiva o più generalizzata degli strumenti e un maggiore affidamento sulla valutazione soggettiva e sulla discrezionalità. Poiché in tal caso il ruolo della politica macroprudenziale assumerebbe maggiore rilevanza all'interno della politica macroeconomica, gli assetti istituzionali macroprudenziali andrebbero rafforzati al fine di gestire l'interazione con la politica monetaria.

Una sensibile moderazione dei cicli del credito e dei prezzi delle attività permetterebbe di massimizzare il contributo della politica macroprudenziale alla stabilizzazione macroeconomica, e quindi il sostegno da essa fornito alla politica monetaria. Ma l'esperienza acquisita finora induce a ritenere che un ambizioso obiettivo macroprudenziale così definito potrebbe produrre conseguenze indesiderate e andrebbe evitato allo stadio attuale.

Il miglior approccio per contenere gli eccessi del credito e dei prezzi delle attività consisterebbe in una combinazione di politica macroprudenziale e di politica monetaria volte entrambe a contrastare l'accumulo di squilibri. Non ci si può attendere che ciascuna di esse singolarmente sia in grado di realizzare appieno l'obiettivo.

### *Strategia operativa*

Le modalità operative macroprudenziali possono differire a seconda dell'entità e della frequenza degli aggiustamenti apportati agli strumenti in risposta alle variazioni del rischio sistemico, e a seconda che tali aggiustamenti siano decisi in base a regole o in maniera discrezionale. Lo strumentario potrebbe essere addirittura del tutto predeterminato (*set and forget*) e agire comunque da stabilizzatore automatico riducendo la possibilità di assunzioni estreme di rischio.

L'impiego di coefficienti fissi, o limiti assoluti, nelle fasi ascendenti è piuttosto comune. Essi sono stati applicati ai contratti di prestito (ad esempio, i rapporti *loan-to-value*, LTV, i rapporti servizio del debito/reddito, margini minimi)<sup>7</sup>, ai disallineamenti valutari<sup>8</sup> e con meno frequenza agli accantona-

Frequente nelle fasi espansive l'impiego di limiti prefissati all'assunzione di rischio

<sup>7</sup> In merito all'impiego di massimali al rapporto LTV, ponderazioni di rischio e altre misure di moderazione del credito immobiliare, cfr. ad esempio S. Gerlach e W. Peng, "Bank lending and property prices in Hong Kong", *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, n. 2, febbraio 2005, pagg. 461-481; Bank Negara Malaysia, *Financial stability and payment systems report 2009*, marzo 2010 e Reserve Bank of India, *Report on trend and progress of banking in India 2008-09*, ottobre 2009.

<sup>8</sup> Cfr. M. Goldstein e P. Turner, *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington D.C., aprile 2004.

Strumenti prudenziali che pongono vincoli diretti a taluni aspetti dell'attività delle società finanziarie		
	Strumento	Meccanismo
Contratti di mutuo	Massimali al rapporto LTV per il credito immobiliare	Limita l'esposizione del creditore ai ribassi del mercato immobiliare; limita gli investimenti immobiliari ad alto grado di leva
	Massimali al rapporto servizio del debito/reddito per i crediti alle famiglie	Limita le probabilità di inadempienza del mutuatario; limita gli investimenti immobiliari ad alto grado di leva
Contratti di finanziamento	Variazione anticiclica dei margini di garanzia nei contratti di finanziamento (legata ai requisiti patrimoniali)	Scoraggia la sottovalutazione del rischio sistemico dovuta all'applicazione di margini modesti nelle operazioni assistite da garanzia; riduce il rischio di brusche contrazioni nell'offerta di fondi garantiti in caso di variazioni repentine nel giudizio del mercato sulla qualità delle garanzie
Bilanci	Supplemento di capitale anticiclico	Crea <i>buffer</i> di capitale anticiclici in periodi di alta congiuntura per limitare l'assunzione di rischio e li utilizza nei periodi di recessione per consentire al sistema finanziario di assorbire più facilmente le tensioni
	Adeguamenti delle ponderazioni di rischio	Assicura che i <i>buffer</i> di capitale siano sensibili all'accumulo di rischio in settori specifici
	Accantonamenti statistici	Riduce il rischio di accantonamenti inadeguati durante i boom anticipando l'aumento delle sofferenze atteso nella fase contrattiva
	Massimali al rapporto prestiti/depositi, alla quota di finanziamento a breve e altri requisiti di liquidità	Riduce la tendenza a ricorrere a fonti di provvista a breve o instabili per finanziare una rapida espansione del credito

Tabella VII.2

menti per perdite su crediti mediante l'uso di medie storiche delle perdite realizzate (accantonamenti *through the cycle* o "dinamici")<sup>9</sup>.

Attualmente si sta considerando la possibilità di accrescere il ricorso a tali strumenti predeterminati. Le riforme del regime patrimoniale proposte dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, ad esempio, basano i requisiti di capitale per i portafogli di negoziazione sull'ipotesi di condizioni di stress anziché sull'andamento recente delle perdite, che varia in maniera fortemente prociclica<sup>10</sup>. Del pari, il Comitato sul sistema finanziario globale ha raccomandato che venga presa in esame l'applicazione di margini basati su valutazioni lungo l'intero arco del ciclo di un'attività in garanzia, riducendo così la sensibilità prociclica dei margini alle condizioni finanziarie ed economiche<sup>11</sup>.

<sup>9</sup> Cfr. J. Saurina, "Loan loss provisions in Spain: a working macroprudential tool", Banco de España, *Revista de Estabilidad Financiera*, vol. 17, novembre 2009, pagg. 11-26.

<sup>10</sup> Cfr. Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Strengthening the resilience of the banking sector*, dicembre 2009.

<sup>11</sup> Cfr. Comitato sul sistema finanziario globale, "The role of margin requirements and haircuts in procyclicality", *CGFS Papers*, n. 36, marzo 2010.

Strumenti prudenziali anticiclici in uso o proposti	
In uso	
Massimali al rapporto LTV per il credito immobiliare	Corea, Hong Kong SAR, Malaysia, Singapore
Massimali al rapporto servizio del debito/reddito per il credito alle famiglie	Corea, Hong Kong SAR
Adeguamenti delle ponderazioni di rischio	India, Turchia
Accantonamenti statistici	Spagna
Massimali al rapporto prestiti/depositi, e alla quota di finanziamento a breve; riserve obbligatorie e altri requisiti di liquidità	Argentina, Cina, Corea, Hong Kong SAR, Nuova Zelanda
Proposti	
Variazione anticiclica dei margini di garanzia nei contratti di finanziamento (legata ai requisiti patrimoniali)	Proposta dal Comitato sul sistema finanziario globale
Supplemento di capitale anticiclico	Al vaglio del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria
Tabella VII.3	

Per quanto riguarda il capitale bancario, si potrebbe prevedere la costituzione di riserve fisse eccedenti il minimo regolamentare che possano essere utilizzate interamente o almeno in parte allorché la banca incorre in perdite.

Lo strumentario può essere fisso e agire da stabilizzatore automatico ...

Uno strumentario predeterminato può comunque agire da stabilizzatore automatico nella misura in cui la sua incidenza, o "presa", varia nell'arco del ciclo. Ad esempio, un massimale al rapporto LTV fissato a un livello basso risulterà maggiormente vincolante durante una fase di espansione del credito, quando le banche cercano di accrescere i volumi dei mutui ipotecari, piuttosto che in una fase di contrazione, quando l'accentuata avversione al rischio ridurrà la loro propensione a erogare prestiti con un rapporto LTV elevato. Nello stesso tempo, gli strumenti di questo tipo vanno congegnati con cura per evitare che diventino prociclici. Ad esempio, se sono vincolanti durante la fase ascendente, i requisiti patrimoniali possono limitare l'assunzione di rischio, ma se dovessero diventarlo all'emergere di tensioni, essi potrebbero incoraggiare la dismissione precipitosa delle attività rischiose e l'inasprimento delle condizioni creditizie.

... o variare a seconda dell'andamento degli indicatori del rischio sistemico

Uno strumentario che varia in base agli andamenti degli indicatori di rischio può essere agganciato a tali indicatori in modo più o meno stretto. Ad esempio, i *buffer* patrimoniali possono essere costituiti opportunisticamente allorché il costo del capitale è basso e modificati solo in maniera grosso modo anticiclica. In alternativa, si potrebbe prevedere una connessione più rigida fra gli indicatori anticipatori delle tensioni finanziarie sistemiche e gli strumenti.

A tal fine è attualmente in corso l'elaborazione di misure del rischio sistemico. Secondo i lavori condotti presso la BRI e in altre sedi, indicatori semplici basati sullo scostamento simultaneo dalla norma storica sia del rapporto

credito/PIL sia dei prezzi delle attività possono segnalare in modo alquanto affidabile con qualche anno di anticipo la comparsa di tensioni finanziarie, e ciò in tempo reale e fuori dal campione. Man mano che gli indicatori anticipatori del rischio sistemico saranno perfezionati, lo strumentario potrà essere regolato in modo da reagirvi con maggiore sensibilità<sup>12</sup>. Una volta che i modelli avranno raggiunto un grado di perfezionamento sufficiente, le autorità potranno infine collegare lo strumentario al rischio sistemico in modo così stretto da mantenerlo entro margini accettabili, analogamente a quanto avviene con l'uso delle previsioni inflazionistiche nei regimi con obiettivi di inflazione espliciti.

In pratica, le autorità hanno avuto tendenza a fare ampio ricorso ad adeguamenti discrezionali degli strumenti, correlati solo debolmente a indicatori quantitativi del rischio. Specie in Asia, tali adeguamenti sono stati effettuati in connessione con il credito immobiliare nelle fasi di espansione finanziaria, in risposta ai timori di surriscaldamento. Fra gli indicatori di rischio citati a giustificazione degli interventi figuravano i prezzi degli immobili, l'espansione del credito al settore immobiliare, le vendite sul mercato secondario e l'attività edilizia. Gli interventi hanno comportato fra l'altro l'inasprimento delle clausole contrattuali di prestito (come i rapporti LTV), della ponderazione di rischio ai fini del patrimonio regolamentare, dell'obbligo di riserva e di altri requisiti di liquidità e, in alcuni casi, la limitazione delle esposizioni in valuta estera. Spesso le autorità hanno effettuato più adeguamenti contemporaneamente, ad esempio modificando i rapporti LTV e imponendo limiti di concentrazione del credito a certi settori (tabella VII.4). Tipicamente, gli interventi di adeguamento sono avvenuti a intervalli di qualche anno, ma il grado di attivismo delle autorità è stato diverso da un paese all'altro.

Vi sono buoni motivi per basare gli adeguamenti dello strumentario su regole semplici e trasparenti. Le regole presentano il principale vantaggio che, una volta fissate, non devono essere continuamente giustificate. Se ben strutturate e durature, esse possono ridurre l'incertezza. Possono inoltre contribuire alla stabilizzazione automatica accorciando i tempi necessari a prendere atto di una situazione e a reagirvi, nonché impegnando *ex ante* le autorità all'inasprimento degli strumenti in caso di necessità. L'impegno *ex ante* delle autorità può assumere particolare rilevanza in una fase di boom, allorché il settore finanziario, i politici e l'opinione pubblica si opporranno energicamente a qualsiasi inasprimento discrezionale considerate le prospettive rosee dell'economia. Inoltre, può essere forte per tutti, anche per le autorità stesse, la tentazione di credere che le circostanze siano diverse dal passato. Di conseguenza, le regole possono risultare particolarmente utili nell'alleviare le pressioni esercitate sugli organi di vigilanza affinché si astengano da azioni restrittive durante le fasi di espansione economica.

Nel quadro di varie iniziative nazionali e internazionali, fra cui il programma di riforma della regolamentazione patrimoniale del Comitato di Basilea, si sta prendendo in considerazione l'impiego di regole per *buffer* di capitale

Ricorso frequente ad adeguamenti discrezionali in risposta all'esuberanza del mercato immobiliare

Regole ben strutturate possono impegnare *ex ante* le autorità e fungere da stabilizzatori automatici

<sup>12</sup> Cfr. C. Borio e M. Drehmann, "Valutazione del rischio di crisi bancarie (rivisitazione)", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2009, pagg. 29-46 (versione integrale disponibile solo in inglese).

L'esatta formulazione delle regole conta meno del loro riferimento a indicatori osservabili

anticiclici. Questi ultimi potrebbero ad esempio essere definiti in funzione di un'espansione creditizia superiore al valore tendenziale o di altri indicatori grezzi del rischio sistemico. Le regole potrebbero inoltre stabilire che siano effettuati adeguamenti solo nel caso in cui gli indicatori superino una data soglia, tanto più stringente quanto maggiore sarà la valenza segnaletica dell'indicatore. L'utilità delle regole nel risolvere il problema delle pressioni di lobby dipende, più che dalla loro forma specifica, dal ruolo che esse hanno nel legare l'azione dell'autorità a indicatori osservabili.

Ciò detto, nessuna regola può essere efficace sempre e comunque, e occorrerà inevitabilmente prevedere un certo grado di discrezionalità. Quest'ultima conferisce ai responsabili delle politiche la flessibilità necessaria per utilizzare un'ampia gamma di indicatori di rischio e formulare valutazioni soggettive riguardo all'evoluzione del rischio sistemico. Essa permette inoltre di adeguare le risposte alla natura del rischio accumulato e delle vulnerabilità (nella misura in cui siano individuabili in tempo reale). Le misure discrezionali, infine, sono più difficili da aggirare rispetto a regole note e prevedibili.

La definizione dei *buffer* patrimoniali anticiclici illustra questi aspetti. Come detto nella Relazione annuale dello scorso anno, è difficile stabilire

Esempi di interventi prudenziali discrezionali in risposta agli sviluppi nei mercati immobiliari		
Economia	Anno del primo intervento	Intervento
Hong Kong SAR	1991	Massimali al rapporto LTV, variabili in funzione del valore dell'immobile; invito dell'autorità di vigilanza alla prudenza nel credito immobiliare; raccomandazione di limitare alla media di settore la quota del credito immobiliare sul credito totale erogato internamente a Hong Kong SAR; raccomandazione di limitare il tasso di crescita dei mutui alle famiglie al tasso di crescita del PIL nominale
Malaysia	1995	Massimali LTV; massimali alla crescita del credito al settore immobiliare
Singapore	1996	Massimali LTV
Corea	2002	Massimali LTV e al rapporto servizio del debito/reddito per segmenti specifici del credito immobiliare, definiti regionalmente e variabili in funzione della scadenza e del valore della garanzia
India	2005	Ponderazioni di rischio e requisiti di accantonamento per gli immobili residenziali e commerciali, differenziati in base alle dimensioni e al rapporto LTV; prescrizioni per una politica a livello di vertice aziendale sulle esposizioni verso il mercato immobiliare che preveda massimali di esposizione, garanzie e margini

Tabella VII.4

regole semplici che colleghino i *buffer* a un numero ristretto di indicatori macroeconomici in grado di assicurare che le risorse precauzionali siano costituite e liberate al momento giusto. Ad esempio, il rapporto credito/PIL risulta utile nelle fasi di costituzione dei *buffer*, ma tende a segnalare in ritardo l'emergere di tensioni, e quindi la necessità di liberare le risorse (grafico VII.1).

Ciò che occorrerebbe è una variabile che funga sia da indicatore anticipatore di tensioni finanziarie in fase di boom sia da indicatore coincidente di tensioni al loro emergere. Poiché una siffatta variabile potrebbe non esistere, è probabilmente inevitabile una certa discrezionalità nel funzionamento dei *buffer* patrimoniali.

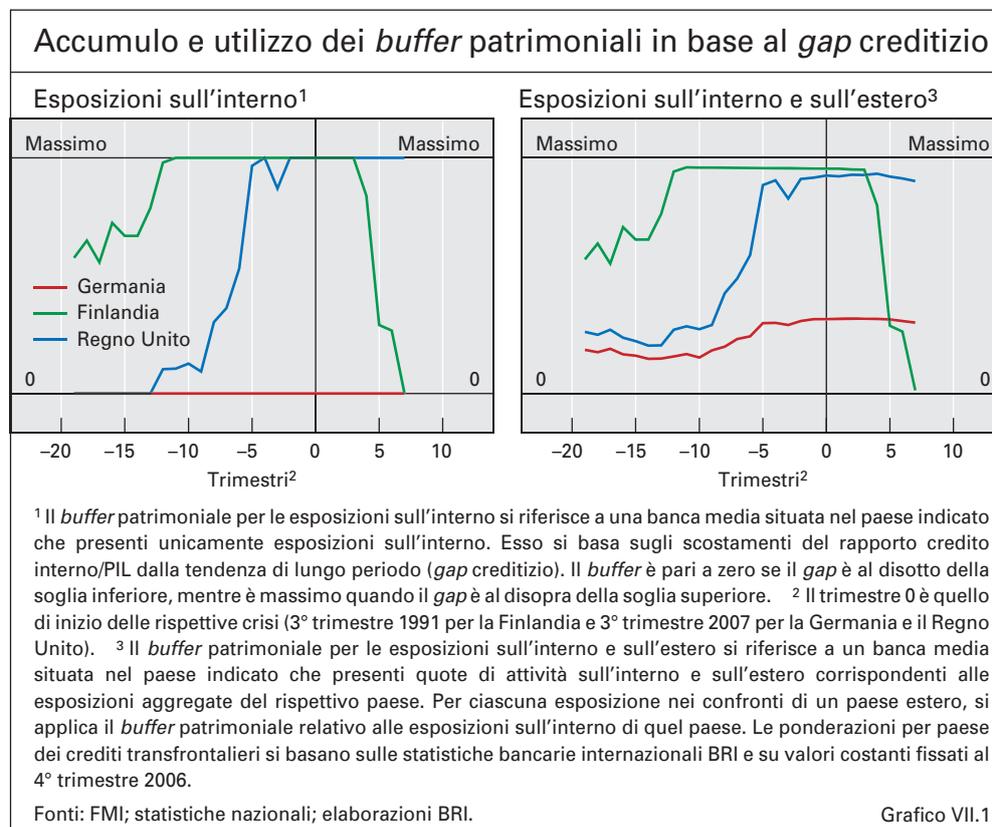
### Specificità settoriali

Le autorità possono applicare gli strumenti in modo indifferenziato a tutto il sistema finanziario, oppure concentrarsi sulle esposizioni verso specifici settori dell'economia se queste rappresentano una minaccia per il sistema nel suo complesso. È possibile che fonti localizzate di rischio richiedano un approccio settoriale mirato per evitare di colpire indiscriminatamente l'intera economia. Ad esempio, il settore immobiliare è frequentemente preso di mira, poiché in passato ha spesso rappresentato una fonte di instabilità finanziaria.

Anche le strategie finalizzate a settori specifici possono tuttavia porre alcune difficoltà. Esse sono meno efficaci nel tutelare il sistema nel suo complesso nella misura in cui si prestano a essere aggirate. E potendo sconfinare in politiche di razionamento del credito (o essere fatte passare per tali), esse impongono agli assetti di governance uno sforzo considerevole per mantenere un orientamento di *policy* chiaro e appropriato. Infine, tali strategie

Gli interventi settoriali sono meno indiscriminati ...

... ma possono essere aggirati più facilmente e sconfinare in politiche di razionamento del credito



richiedono maggiori informazioni e capacità di giudizio relativamente all’impatto degli andamenti settoriali sull’intera economia. Le autorità dovrebbero pertanto usare cautela nell’adozione di approcci marcatamente settoriali.

Tali problematiche trovano riscontro nella definizione dei requisiti patrimoniali anticiclici. Collegare l’aumento delle risorse patrimoniali all’espansione del credito bancario al settore immobiliare garantirebbe che tali risorse considerino i rischi sistemici emanati da tale settore. Tuttavia, così facendo non si terrebbe conto delle esposizioni indirette derivanti dalla trasmissione dei problemi del settore immobiliare al sistema finanziario e all’economia più in generale. Inoltre, le banche potrebbero rispondere all’imposizione di misure circoscritte allentando le condizioni di fido applicate ad altri settori al fine di mantenere la crescita complessiva dei prestiti. La tentazione di applicare misure *ad hoc* a un elenco crescente di strumenti creditizi e di settori sarebbe forte.

### *Governance*

I meccanismi di governance servono sia a limitare la discrezionalità, sia a garantire l’indipendenza necessaria per esercitare tale discrezionalità al riparo dalle pressioni di lobby. Un altro argomento a favore del primo elemento trattato – un obiettivo chiaramente definito e realistico – è che esso semplifica la governance.

Tuttavia, la misurazione dell’obiettivo macroprudenziale, essenziale ai fini della responsabilità dei *policymaker* per il proprio operato (*accountability*), è difficile<sup>13</sup>. Il concetto di stabilità finanziaria è multidimensionale. Esso risulta inoltre vago rispetto, ad esempio, a quello di stabilità dei prezzi. Il sistema finanziario potrebbe essere fragile per lungo tempo prima che emergano vere e proprie tensioni. E quandanche le vulnerabilità possano essere misurate in maniera affidabile, esse potrebbero accumularsi solo gradualmente e quindi non fornire segnali inequivocabili della necessità di agire. Allo stesso tempo, è possibile che l’eccessiva assunzione di rischio sia occultata dall’aumento dei prezzi delle attività, da una bassa leva finanziaria misurata, da premi al rischio contenuti e da una volatilità moderata. Anche qualora non sia possibile definire in maniera precisa gli obiettivi, occorre tuttavia che la strategia e l’azione intese a promuovere la stabilità finanziaria siano articolate con chiarezza.

Un’altra difficoltà deriva dal fatto che le autorità di regolamentazione e di vigilanza, che controllano gli strumenti, hanno avuto la tendenza – o sono stati chiamati – a concentrare l’attenzione sulla sicurezza e la solidità dei singoli intermediari piuttosto che sul sistema nel suo complesso. Esse potrebbero pertanto avere meno dimestichezza con le considerazioni di ordine macroeconomico. Al confronto, le banche centrali si trovano avvantaggiate nella comprensione del comportamento dei mercati e dei nessi fra il sistema finanziario e l’economia reale. Di fatto, sono state soprattutto le banche centrali ad assumere i succitati provvedimenti discrezionali in risposta ai segnali di surriscaldamento. Le banche centrali hanno maggiori incentivi a utilizzare gli strumenti disponibili per scopi macroprudenziali (ad esempio modificando i

<sup>13</sup> Cfr. C. Borio e M. Drehmann, “Towards an operational framework for financial stability: ‘fuzzy’ measurement and its consequences”, *BIS Working Paper*, n. 284, giugno 2009.

La politica macroprudenziale richiede un assetto di governance ben definito

Occorre allineare correttamente strumenti, conoscenze e finalità

criteri per la concessione di prestiti a livello di sistema), così da integrare le proprie funzioni di politica macroeconomica.

Al fine di favorire l'ulteriore sviluppo degli assetti macroprudenziali sarebbe auspicabile disporre di nuove strutture istituzionali apposite che riuniscano le competenze in materia di macroeconomia e settore finanziario proprie delle banche centrali e quelle prudenziali proprie delle autorità di regolamentazione e supervisione finanziaria. Occorrono organi specifici dotati di chiari mandati, poteri e funzioni di controllo sugli strumenti. Un'opzione possibile sarebbe quella di creare comitati per la stabilità finanziaria, strutturati sulla falsariga dei comitati di politica monetaria già esistenti.

Tali dispositivi dovrebbero preservare l'indipendenza delle banche centrali, compresa quella finanziaria. Ma avrebbero anche importanti implicazioni per l'*accountability* di queste istituzioni. Rispetto alle decisioni di politica monetaria, infatti, quelle in materia di stabilità finanziaria potrebbero in molti casi richiedere una maggiore interazione con il governo, specie in situazioni di gestione delle crisi.

Questa maggiore interazione non compromette necessariamente l'autonomia della banca centrale. Essa richiede tuttavia meccanismi di coordinamento ben definiti e chiarezza riguardo al mandato e alla strategia di stabilità finanziaria della banca centrale stessa. L'*accountability* può essere promossa prescrivendo che le azioni e i processi decisionali siano resi noti al pubblico o sottoposti all'esame dell'organo legislativo. Queste procedure sono di uso comune nell'ambito delle politiche monetaria e di stabilità finanziaria. Tuttavia, finora le segnalazioni della banca centrale in materia di stabilità finanziaria sono state in genere meno frequenti e meno orientate alla *policy* rispetto a quelle concernenti la politica monetaria. Ciò dovrà probabilmente cambiare.

#### *Circostanze specifiche delle economie e aspetti internazionali*

Le autorità adotteranno obiettivi, strategie, strumenti e assetti di governance coerenti con le specificità delle rispettive economie. Ad esempio, gli interventi macroprudenziali sono stati finora più frequenti nei sistemi finanziari dove predomina l'intermediazione bancaria, i quali offrono minori opportunità di eludere le misure introdotte (ad esempio mediante la cartolarizzazione). Essi paiono inoltre più diffusi nelle economie con tassi di cambio fissi o amministrati (come Hong Kong SAR e altre economie asiatiche) o appartenenti a unioni monetarie (come la Spagna), dove le possibilità di utilizzare i tassi ufficiali ai fini della stabilizzazione macroeconomica sono limitate o inesistenti.

La probabile disparità nel quadro di riferimento e nello strumentario prudenziale tra i vari paesi sottolinea inoltre la necessità di un coordinamento a livello internazionale. L'impostazione degli strumenti dovrà tenere conto del fatto che gli andamenti finanziari nelle varie economie non sono sincroni e che gli intermediari finanziari operano in più paesi. Ad esempio, la definizione dei *buffer* di capitale dovrebbe essere correlata alle esposizioni di una banca verso il rischio sistemico in tutti i paesi in cui essa opera attraverso sia prestiti transfrontalieri sia transazioni in loco. Considerare le esposizioni internazionali può comportare una grande differenza per quanto concerne l'entità e l'evoluzione dei *buffer* stessi (grafico VII.1).

Sono auspicabili organi appositi dotati di chiari mandati e funzioni di controllo sugli strumenti

Le specificità locali sono importanti ...

... così come le considerazioni internazionali

Una stretta cooperazione fra le autorità del paese di origine e di quello ospitante sarà inevitabile. Queste ultime dovranno assumersi parte della responsabilità nel decidere quali criteri applicare alle esposizioni nelle rispettive giurisdizioni e nell'informare le autorità del paese di origine circa le condizioni finanziarie locali.

## Implicazioni per la politica monetaria

Politiche monetarie e macroprudenziali efficaci si integreranno a vicenda ...

L'adozione di quadri di riferimento macroprudenziali influirà sul comportamento del sistema finanziario, alterando così il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Quest'ultima dovrà pertanto tenere conto dell'impatto degli interventi macroprudenziali sui prezzi delle attività e sui rendimenti.

Stabilizzando il sistema finanziario, un'efficace politica macroprudenziale allevierà l'onere per la politica monetaria sotto diversi aspetti. Ridurrà la frequenza e l'intensità delle turbative finanziarie che provocano o amplificano le oscillazioni economiche. Migliorerà l'efficacia della politica monetaria evitando che turbolenze finanziarie smorzino l'impatto delle variazioni dei tassi ufficiali. E quel che è forse più importante, diminuirà le pressioni sulla politica monetaria affinché questa riduca indebitamente i tassi di interesse allo scopo di contrastare minacce alla stabilità finanziaria nelle fasi recessive.

... e influiranno sui rispettivi strumentari

Il più delle volte entrambe le politiche, quella macroprudenziale e quella monetaria, si troveranno in sintonia nell'esercitare un'azione restrittiva o espansiva. Nondimeno, sarà comunque necessario valutare attentamente la loro efficacia relativa. Ad esempio, se stanno emergendo rischi di inflazione, le misure macroprudenziali non potranno sostituirsi a un rialzo dei tassi di interesse. Tali misure sono infatti idonee ad accrescere la capacità di tenuta del sistema finanziario, ma il loro impatto sulla domanda aggregata e sulle aspettative di inflazione è debole e incerto rispetto a quello dei tassi di interesse.

In certi casi tuttavia la politica macroprudenziale e quella monetaria si muoveranno in direzioni opposte, in particolare quando il sistema finanziario si trova in situazione di stress e al tempo stesso vi sono rischi di inflazione. In siffatte circostanze, si potrebbe allentare lo strumentario macroprudenziale per alleviare le tensioni e contemporaneamente inasprire la politica monetaria per ridurre le spinte inflazionistiche. Tale approccio non rappresenta un conflitto tra le due politiche, ma illustra piuttosto come esse possano completarsi a vicenda.

La politica monetaria continuerà a essere incentrata sulla stabilità dei prezzi ...

In un sistema dotato di un quadro macroprudenziale, la responsabilità per la stabilità dei prezzi continuerà a competere primariamente alla politica monetaria. Gli andamenti altalenanti dell'attività finanziaria potranno causare importanti oscillazioni economiche anche laddove il sistema finanziario dia prova di buona capacità di tenuta. D'altra parte, le recessioni e le minacce inflazionistiche potranno presentarsi anche senza che vi concorrano in misura significativa le fluttuazioni finanziarie.

... ma dovrà svolgere un ruolo maggiore nella promozione della stabilità finanziaria

La politica monetaria dovrà tuttavia fornire un contributo maggiore alla promozione della stabilità finanziaria se vorrà conseguire i propri obiettivi macroeconomici di più lungo periodo. L'esperienza mostra che una strategia di politica monetaria strettamente incentrata sulla stabilizzazione dell'inflazione

con riferimento a un orizzonte breve di circa due anni non è sufficientemente lungimirante per assicurare la stabilità finanziaria, e quindi non basta a stabilizzare la dinamica dei prezzi nel più lungo periodo. I boom del credito e dei prezzi delle attività si sono verificati tanto in periodi di inflazione bassa e stabile quanto in periodi di alta inflazione. Pertanto, adottando un orizzonte relativamente breve, la politica monetaria potrebbe inavvertitamente assecondare o addirittura favorire il formarsi di vulnerabilità finanziarie. Le autorità monetarie devono dare maggiore peso a questo aspetto critico allungando il loro periodo di riferimento.

Inoltre, per le ragioni discusse nella sezione precedente, non ci si dovrebbe necessariamente attendere che la nascente politica macroprudenziale, finalizzata ad accrescere la resilienza del sistema finanziario, eserciti altresì un sensibile effetto di contenimento sui boom del credito e dei prezzi delle attività. L'impatto potenziale sull'espansione del credito derivante dalla costituzione di maggiori risorse precauzionali di capitale durante le fasi espansive non è ancora noto. Al contrario, è relativamente ben conosciuto l'influsso della politica monetaria sulle condizioni creditizie più in generale.

I quadri operativi della politica monetaria non necessitano di modifiche sostanziali per tenere conto della stabilità finanziaria. Il rischio sistemico si accumula nell'arco di periodi estesi. Allungando l'orizzonte di riferimento della politica monetaria al di là dei due anni comunemente considerati, le autorità monetarie potrebbero meglio soppesare le minacce a lungo termine per la stabilità finanziaria, compreso l'impatto della manovra dei tassi di interesse, a fronte di quelle inflazionistiche nel più breve periodo. Ne conseguirebbe una valutazione più articolata della bilancia dei rischi cui è soggetta l'economia. Molte banche centrali si stanno già muovendo in questa direzione.

L'adozione da parte delle banche centrali di modelli e orizzonti di riferimento che incorporino i rischi di più lungo periodo per la stabilità finanziaria ovvierebbe alla necessità di assegnare alla politica monetaria un mandato esplicito in tal senso. Un tale approccio chiarirebbe che la stabilità finanziaria è parte dell'obiettivo condiviso della stabilità macroeconomica. Nondimeno, un mandato esplicito potrebbe comunque essere utile poiché in un'economia in forte espansione e a bassa inflazione allevierebbe le pressioni esercitate sulla banca centrale affinché si astenga dall'inasprire le condizioni monetarie. In queste circostanze, il mandato di stabilità finanziaria permetterebbe alle autorità monetarie di procedere a tale inasprimento allo scopo di contrastare le minacce di più lungo periodo per la stabilità.

Comunque sia, taluni elementi generali della struttura di governance avranno un ruolo cruciale nel preservare la credibilità dell'impegno della banca centrale al perseguimento della stabilità dei prezzi: mandati e strategie chiari per le funzioni macroprudenziale e monetaria; autonomia operativa; meccanismi che garantiscano un'efficace comunicazione al pubblico delle decisioni; soluzioni per affrontare potenziali conflitti. Anche in questo caso, le strutture dipenderanno dalle specificità delle singole economie, compreso il ruolo della banca centrale nella regolamentazione e nella vigilanza prudenziale.

Un obiettivo di stabilità finanziaria per la politica monetaria non è necessario se si allunga l'orizzonte di riferimento

Gli assetti di governance devono preservare la credibilità dell'obiettivo di stabilità dei prezzi

## Sintesi

La salvaguardia della stabilità finanziaria e macroeconomica nel lungo periodo richiede che si adottino quadri di riferimento macroprudenziali accuratamente definiti e che si adeguino quelli di politica monetaria esistenti. L'attuale consenso politico offre un'opportunità unica per assolvere questi compiti.

La sfida per la politica macroprudenziale consiste nell'istituire un quadro di riferimento che si riveli efficace e conquisti con il tempo il sostegno dell'opinione pubblica. La politica macroprudenziale non può ovviamente essere una panacea economica e non andrebbe presentata come tale. Anche in condizioni di stabilità finanziaria continueranno a verificarsi episodi di recessione. Le aspettative del pubblico devono pertanto essere mantenute entro i limiti di quanto le politiche sono effettivamente in grado di realizzare.

Stando a quanto appare oggi realizzabile, l'obiettivo della politica macroprudenziale allo stadio attuale dovrebbe porre l'enfasi sul rafforzamento della resilienza del sistema finanziario. Il conseguimento di questo obiettivo potrebbe inoltre contribuire a frenare gli eccessi nell'espansione del credito e nelle dinamiche dei prezzi delle attività. Man mano che si acquisiranno nuove conoscenze, il quadro macroprudenziale potrà essere corrispondentemente ampliato e dare maggiore rilievo alla moderazione di cicli del credito e dei prezzi delle attività.

La resilienza del sistema finanziario può essere rafforzata utilizzando strumenti macroprudenziali semplici – come limiti fissi, stabilizzatori automatici e adeguamenti di massima dello strumentario (ossia adeguamenti commisurati all'affidabilità degli indicatori del rischio sistemico disponibili) – che possono essere applicati abbastanza facilmente. Gli strumenti potranno essere mirati a particolari settori, come quello immobiliare, laddove sia chiaro che sono una fonte di frequenti problemi sistemici. Tuttavia, in generale la politica macroprudenziale dovrebbe usare cautela nell'adottare approcci settoriali troppo specifici onde evitare di essere scambiata per un razionamento del credito e al fine di consolidare, com'è necessario, la propria natura sistemica.

Le autorità macroprudenziali dovranno congegnare accuratamente gli assetti di governance affinché forniscano una solida base per l'attuazione delle loro politiche. Un certo grado di autonomia operativa è essenziale, ma al di là di tali considerazioni di ordine generale gli assetti di governance rifletteranno le specificità nazionali.

Una politica macroprudenziale efficace sarà di sostegno alla politica monetaria. La conduzione di quest'ultima dovrà nondimeno adeguarsi man mano che saranno elaborati e attuati gli schemi macroprudenziali. Inoltre, al fine di massimizzare il contributo fornito alla stabilità sia finanziaria sia macroeconomica, la politica monetaria deve guardare oltre le prospettive di inflazione a breve termine. L'allungamento dell'orizzonte di riferimento consentirebbe naturalmente alle autorità monetarie di integrare maggiormente la stabilità finanziaria nelle proprie considerazioni. Così facendo, le autorità monetarie di fatto promuoverebbero più efficacemente la stabilità dei prezzi nel lungo periodo.